

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty podniku Granitol a. s.  
Valuation of the Company Granitol plc

Student: Bc. Mária Benkőová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2015

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra podnikohospodářská

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Mária Benköová**  
Studijní program: N6208 Ekonomika a management  
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku  
Téma: Stanovení hodnoty podniku Granitol a. s.  
Valuation of the Company Granitol plc

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Teoretické základy oceňování podniku
  3. Popis a charakteristika podniku Granitol a.s.
  4. Analýza podniku
  5. Stanovení hodnoty podniku
  6. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.  
KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.  
KOLLER, T., M. GOEDHART and D. WESSELS. *Measuring and managing the value of companies*. New Jersey: Wiley, 2005. ISBN 978-0-471-70218-4.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014  
Datum odevzdání: 25.04.2015



Ing. Josef Kašík, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

**Prohlášení o samostatném vypracování diplomové práce**

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 3 a č. 4, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

25. dubna 2015

.....*Beut.*.....  
Vlastnoruční podpis autora

## **Poděkování**

Na tomto místě bych především ráda poděkovala vedoucímu diplomové práce Ing. Josefovi Kašíkovi, který svými cennými radami a připomínkami přispěl k vypracování této diplomové práce. Dále bych chtěla poděkovat Ing. Janovi Hiczovi ze společnosti Granitol a.s. za poskytnuté podklady, informace a konzultace.

# Obsah

1	Úvod.....	5
2	Teoretické základy oceňování podniku.....	7
2.1	Definice podniku .....	7
2.2	Hodnota podniku .....	7
2.3	Kategorie hodnoty .....	8
2.3.1	Tržní hodnota .....	9
2.3.2	Subjektivní (investiční) hodnota .....	9
2.3.3	Objektivizovaná hodnota.....	10
2.3.4	Účetní hodnota .....	11
2.3.5	Likvidační hodnota.....	11
2.3.6	Substanční hodnota .....	12
2.4	Důvody oceňování.....	12
2.4.1	Oceňování související s vlastnickými změnami.....	13
2.4.2	Oceňování v případě, že nedochází k vlastnickým změnám.....	13
2.5	Postup při oceňování podniku .....	13
2.5.1	Sběr vstupních dat .....	15
2.5.2	Strategická analýza.....	16
2.5.3	Finanční analýza.....	17
2.5.4	Rozdělení aktiv na nutná a nenutná.....	17
2.5.5	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	18
2.5.6	Finanční plán .....	19
2.5.7	Volba metody ocenění.....	20
2.6	Metody používané při oceňování podniku .....	20
2.7	Ocenění na základě analýzy majetku.....	21
2.8	Výnosové metody oceňování.....	22
2.8.1	Metoda diskontovaných peněžních toků .....	23
2.8.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	28
2.8.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty .....	29
2.8.4	Kombinované výnosové metody.....	32
3	Popis a charakteristika podniku Granitol a.s. ....	33
3.1	Základní identifikace podniku .....	33
3.2	Historie a současnost .....	33
3.3	Organizační struktura .....	35
4	Analýza podniku .....	36

4.1	Analýza makroprostředí .....	36
4.1.1	Politické a právní faktory .....	36
4.1.2	Ekonomické faktory .....	37
4.1.3	Sociální faktory .....	38
4.1.4	Technologické faktory.....	39
4.2	Analýza mikroprostředí .....	39
4.2.1	Zákazníci .....	39
4.2.2	Dodavatelé.....	40
4.2.3	Konkurence .....	40
4.2.4	Zaměstnanci .....	41
4.3	Finanční analýza .....	41
4.3.1	Analýza aktiv a pasiv .....	41
4.3.2	Analýza poměrových ukazatelů .....	43
4.4	SWOT analýza.....	46
4.5	Zhodnocení analýz.....	47
5	Stanovení hodnoty podniku.....	49
5.1	Metoda DCF entity .....	49
5.1.1	Stanovení hodnoty pomocí Gordonova vzorce .....	54
5.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	56
5.3	Účetní metoda.....	57
5.4	Substanční metoda.....	58
5.5	Zhodnocení metod .....	60
6	Závěr.....	61

# 1 Úvod

Svět a prostředí, ve kterém se nacházíme, jsou pro vlastníky firem a tržní hospodářství charakteristické vysokou úrovní konkurence. Firmy se snaží nacházet nejdříve vlastní konkurenční výhodu a následně vhodné trhy pro jejich zařazení a uplatnění. Při své cestě ve snaze dosáhnout dlouhodobé maximalizace svého postavení na trhu jsou firmy připravené hledat finanční rovnováhu s pozitivním výsledkem svého hospodaření. Součástí této cesty a strategie je mnohdy stanovení hodnoty podniku, které může být náročné a těžké.

Každá firma má své vize, strategie, finanční plánování a respekt vůči faktorům ovlivňujících její činnost. Proto by firma měla brát ohled i na rizika, která jsou neoddělitelnou součástí života firem na trhu. Při vyhodnocování těchto faktorů může firma využívat finanční plánování, které může být základem pro stanovení hodnoty neboli ocenění dané firmy. Pro správné ocenění existuje také řada metod, které jsou vybrány dle požadavků odborníků a jejich vztahů k daným metodám. Výběr vhodné metody je velice důležitým krokem, je proto důležité, aby firma byla pečlivá při výběru a rozhodování.

Proces oceňování by měl být vykonáván osobou, která má jak teoretické tak i praktické znalosti důležité pro tuto činnost. Musí brát na zřetel prostředí, ve kterém se podnik nachází, také veškeré vlivy jak z makroekonomického tak i z mikroekonomického pohledu. Při veškeré této činnosti se musí brát na vědomí důvod ocenění, jeho cíl a pro koho je určeno. Oceňovatel musí být opatrný nejen při výběru vhodných metod, ale také při vyvozování závěrů ohledně výsledné hodnoty podniku.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti Granitol a.s. pomocí vybraných metod. Práce je rozdělená na teoretickou a praktickou část.

V teoretické části práce jsou vymezeny teoretické základy oceňování podniku, tj. jsou uvedeny druhy kategorie hodnot, důvody oceňování, postup při oceňování podniku a také metody používané při oceňování podniku. Závěr teoretické části je tvořen vymezením metod pro oceňování a jejich charakteristikami.

Praktická část se zabývá popisem a charakteristikou podniku. Pomocí různých analýz a metod je v této části stanovena hodnota podniku, která je základem dané práce. V závěru práce je provedena syntéza výsledků získaných pomocí různých metod oceňování.



## 2 Teoretické základy oceňování podniku

Důkladná znalost teorie oceňování podniku je nutným předpokladem pro správné stanovení hodnoty podniku. Při stanovení hodnoty podniku neexistuje jediné, platné a univerzální ocenění. Je závislé na mnoha dalších faktorech jako například na vědomostech a zkušenostech oceňovatele, množství dostupných informacích atd.<sup>1</sup>

Neoddělitelnou součástí podniků jsou také jeho manažeři, jakožto nositelé teoretických a praktických znalostí tvorby hodnoty podniku. Manažeři musí umět vytvářet vhodné strategie a analýzy. Měli by brát také v potaz, že oceňování by mělo být prováděno pro delší časové období a musí být zaměřeno na tvorbu „zdravé“ firmy.<sup>2</sup>

### 2.1 Definice podniku

Pojem podnik je definován a prezentován různými autory v různých literaturách. V některých publikacích je podnik definován jako méně likvidní aktivum, jedinečné, pro které existují málo účinné trhy.<sup>3</sup>

Všechny složky podniku, jako je souhrn hmotného a nehmotného majetku, lidského faktoru, jsou považovány za smysluplný komplex. Tento komplex zajišťuje plnění základních a podstatných funkcí, pro které byl podnik zřízen.<sup>4</sup>

### 2.2 Hodnota podniku

Hodnotu podniku můžeme chápat jako výsledek neboli výstup z oceňování. Pro určení hodnoty podniku bychom měli brát v úvahu i jeho dvě základní stránky:

---

<sup>1</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

<sup>2</sup> KOLLER, T., M. GOEDHART and D. WESSELS. *Measuring and managing the value of companies*. New Jersey: John Wiley/Sons, Inc., 2005. ISBN 978-0-471-70218-4.

<sup>3</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>4</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

- užitnou hodnotu, která má schopnost uspokojovat lidské potřeby,
- směnnou hodnotu, která je vyjádřena v penězích a tím vede k tržní ceně.

Podnik lze oceňovat na základě těchto hladin:

- **hodnota brutto** - je považována za hodnotu podniku jako celku,
- **hodnota netto** – jde o ocenění na úrovni vlastníků podniku, tzn., že oceňujeme vlastní kapitál.<sup>5</sup>

### 2.3 Kategorie hodnoty

Součástí oceňování podniku by mělo být i stanovení kategorie hodnot, které musí být ve shodě s účelem ocenění.<sup>6</sup>

Na základě následujících otázek lze kategorie rozdělit do základních kategorií hodnoty:

- Kolik je běžný zájemce na určitém trhu ochoten zaplatit za podnik? Jaké je jeho tržní ocenění?
- Dle konkrétního kupujícího – jakou má podnik hodnotu?

Proto rozlišujeme následující kategorie hodnoty:

- tržní hodnotu,
- subjektivní neboli investiční hodnotu,
- objektivizovanou hodnotu,
- účetní hodnotu,
- likvidační hodnotu,
- substanční hodnotu.

---

<sup>5</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>6</sup> KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 264 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

### 2.3.1 Tržní hodnota

Každý podnik by měl mít během své existence a působení na trhu představu o své tržní hodnotě. Dle Maříka (2007, s. 22) je tržní hodnota popsána v následující definici: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodeje chtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“

Tržní hodnota se nadále využívá při uvádění podniku na burzu, nebo i při samotném prodeji podniku. Obsahuje také předpoklad, kterým je jeho nejlepší využití, které je v mezinárodních standardech v rámci oceňování popsána dle Maříka (1998, s. 12) v následující definici: „*Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.*“

### 2.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Další součástí kategorie hodnot je také určení jeho subjektivní hodnoty, která se zabývá otázkou: „Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?“ Tato hodnota je nejvíce ovlivňována názory, které mají subjektivní formu. Nejlepší využití této hodnoty je hlavně při koupi nebo prodeji podniku v okamžiku, kdy se subjekt snaží rozeznat, zda bude daná transakce přijatelná nebo bude pravým opakem.<sup>7</sup>

Dle mezinárodních standardů International Valuation Standards Council (2011, s. 22) lze danou hodnotu definovat: „*Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva.*“

---

<sup>7</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

### 2.3.3 Objektivizovaná hodnota

V teorii se rozlišují pojmy objektivní a objektivizovaná hodnota. Odhadci, zabývající se objektivizovanou hodnotou majetku, se snaží poukázat na podstatné odlišnosti od subjektivního přístupu. Dle německých oceňovacích standardů popsaných u Maříka (Mařík, s. 27) je objektivizovaná hodnota definována následně: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotou, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“

Cílem objektivizované hodnoty je dosažení co největší reprodukovatelnosti ocenění. Pro daný cíl jsou stanoveny tyto zásady:

- udržovat substanci,
- volný zisk,
- nepotřebný majetek,
- možnosti změn podniku,
- metoda,
- management,
- zdanění.

Dle různých autorů by měla být tato hodnota spíše výsledkem ocenění při zjišťování například reálné bonity podniku, nebo také při poskytování úvěru.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

### 2.3.4 Účetní hodnota

Všechny podniky jsou povinné vést podvojný nebo jednoduchý účetnictví. Záleží to na velikosti a právní formě podnikání. V podstatě celé ocenění podniku se vykonává dle zásad platných v účetnictví. Účetní evidence nám pak může poskytnout informace jako například:

- celkovou účetní hodnotu podniku = aktiva (pasiva),
- hodnotu základního jmění = počet akcií x nominální hodnota akcie,
- vlastní jmění = aktiva (pasiva) – cizí zdroje.

V praxi se můžou vyskytovat výhrady vůči praktikám používání účetní metody. I přesto má daná metoda smysl pro ty analytiky, kteří věří tzv. vnitřní hodnotě. Velkou výhodou účetní hodnoty je průkaznost získaného ocenění a jednoduché zjištění hodnot, které jsou jejím základem.<sup>9</sup>

### 2.3.5 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota se využívá v případě, kdy se rozhoduje o rozdělení, zlikvidování nebo rozprodání majetku podniku. Dá se říct, že je součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek.

Likvidace jako taková může mít různou rychlost a intenzitu. Rychlost je spojená s časem, který budeme potřebovat pro likvidaci nebo rozprodej majetku. Intenzita je vázaná na tu část majetku, u které se zvažuje možnost rozprodání. Nejdůležitější je však průběh likvidace a tlaky, které můžou být vnější nebo dobrovolné. Celkový výpočet je jednoduchý, ale z praktického pohledu obtížný, neboť se tady pracuje s odhadem, jak je trh schopen majetek vstřebat a jaké ceny je ochotný akceptovat.

---

<sup>9</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

Pokud budeme mluvit o rychlosti likvidace, tak je potřeba zmínit veličiny, ze kterých likvidační hodnota plyne:

- příjmy z prodeje,
- výdaje (např. na vyrovnání dluhů, likvidaci),
- někdy je potřeba řešit i běžné podnikové příjmy a výdaje.

V případě, že se uvažuje o sanaci podniku, měla by být likvidační hodnota zjišťována co možná nejpřesněji. Tak to bude i v případě, kdy se oceňuje jen část majetku za účelem jeho odprodeje.<sup>10</sup>

### **2.3.6 Substanční hodnota**

Pokud se zaměříme na metodu substanční hodnoty, je potřeba danou metodu brát jako souhrn samostatných ocenění jednotlivých složek majetku. Jedná se o ocenění reprodukčními pořizovacími cenami, což jsou reálné ceny majetku v čase ocenění.

Substanční hodnota pomáhá v podstatě vyjádřit reálnou hodnotu majetku podniku.<sup>11</sup>

## **2.4 Důvody oceňování**

Důvody pro oceňování mohou být různorodé. Je neoddělitelnou součástí při prodeji nebo koupi podniku, při fúzích a přeměnách podniků. Oceňování může vést a sloužit k různým účelům.

---

<sup>10</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>11</sup> DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2. ISBN 0-922154-75-9.

### **2.4.1 Oceňování související s vlastnickými změnami**

Při využití metod oceňování je důležité určit účel ocenění. V případě, že se jedná o ocenění související se změnou vlastnictví, rozlišujeme:

- prodej nebo koupě podniku na základě smlouvy,
- vklad podniku do obchodní společnosti,
- ocenění spojené s fúzí,
- ocenění váhané na rozdělení společností,
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí,
- akceptování obchodního podílu na úhradu dluhu.

### **2.4.2 Oceňování v případě, že nedochází k vlastnickým změnám**

Další hledisko ocenění může vzniknout i v případě, kdy se nejedná o změnu vlastnictví. V tomto případě rozlišujeme ocenění následně:

- změna právní formy společnosti,
- ocenění vázané na poskytování úvěrů,
- ocenění spojené se sanací podniku.<sup>12</sup>

## **2.5 Postup při oceňování podniku**

Každý proces by měl mít stanovené jasné cíle a důvody. Tak je to i při oceňování podniku, kde je nutno znát odpovědi na ty otázky, které jsou potřebné pro výstup z daného procesu. Kvalita spočívá v dostatku potřebných a pravdivých informací, které slouží k analýze oceňovaného podniku, jeho mikroprostředí a makroprostředí. Výstupem analýzy by měla být metoda, která bude sloužit k provedení samotného stanovení hodnoty podniku.<sup>13</sup>

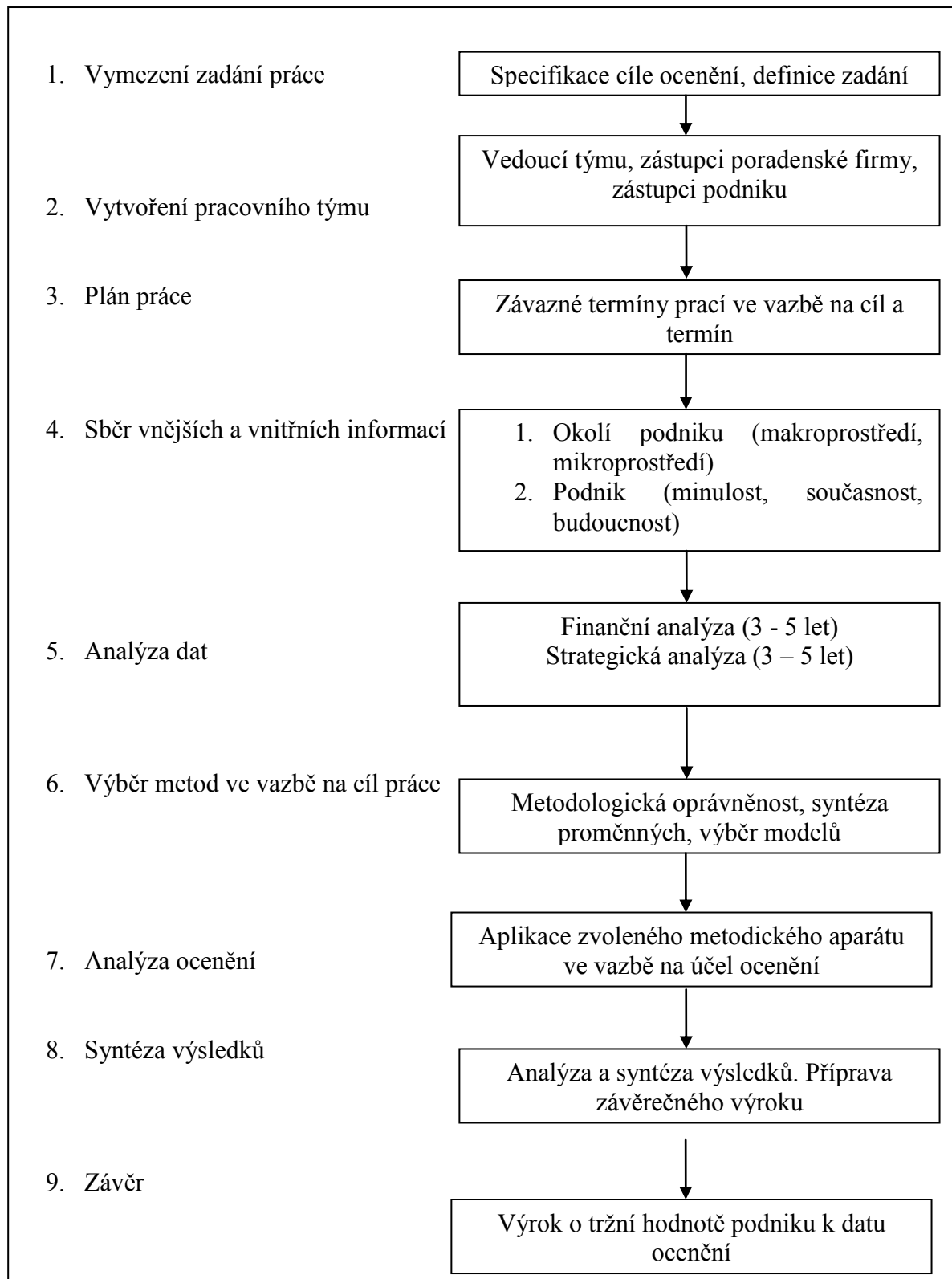
Postup při oceňování podniku může mít i formu viz Obr. 2.1.

---

<sup>12</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>13</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

**Obr. 2.1 Postup při oceňování podniku**



Zdroj: Kislingerová (2001, s.26)



Primárně se však doporučuje postup:

1. Sběr vstupních dat,
2. Analýza strategická a finanční, rozdělení aktiv na nutná a nenutná,
3. Analýza a prognóza generátorů hodnoty,
4. Finanční plán a jeho sestavení,
5. Ocenění – volba metody, souhrnné ocenění.<sup>14</sup>

### 2.5.1 Sběr vstupních dat

Kvalita oceňování je závislá na získaných informacích, které by měli být hodnotné a správné. Informace by měli brát v potaz jak vnitřní, tak vnější prostředí, které poskytuje ty nejvíce potřebné data pro podnik. Pouze na základě těchto dat lze vytvořit správný obraz o fungování daného podniku, viz Tab. 2.1:

**Tab. 2.1 Vnitřní a vnější prostředí**

<b>A. Vnitřní</b>	<b>B. Vnější</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• základní data o podniku</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• makrooklí (politické a právní, ekonomické, technologické, sociální)</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>• relevantní trh a konkurence</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• mikrookolí (konkurence, dodavatelé, zákazníci)</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>• ekonomická data</li></ul>	
<ul style="list-style-type: none"><li>• odbyt a marketing</li></ul>	
<ul style="list-style-type: none"><li>• výroba a dodavatelé</li></ul>	
<ul style="list-style-type: none"><li>• organizační struktura</li></ul>	

*Zdroj: Kislingerová (2001)*

<sup>14</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

### 2.5.2 Strategická analýza

Strategická analýza se řadí mezi klíčové fáze celého oceňování. Základ tvoří vymezení souhrnného výnosového potenciálu dané společnosti. Tento potenciál je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu. Mezi vnější potenciál spíše řadíme příležitosti, které jsou vždy spojeny s určitou mírou rizika. Z pohledu vnitřního potenciálu se jedná o rozdělení na silné a slabé stránky.

Hlavní úlohou strategické analýzy je zabezpečení odpovědí na tři velice důležité a primární otázky:

1. Jaké jsou perspektivy podniku v rámci delšího časového období?
2. Jaký je vývoj konkurence, trhu, lze v rámci delšího časového období očekávat?
3. Jaká rizika jsou s podnikem vázána?

Závěr strategické analýzy pak ukáže, zda je potenciál podniku dostatečný na to, aby konkuroval ostatním podnikům na trhu. V případě, že je daný potenciál malý, podnik nedokáže konkurovat a jeho perspektivy jsou chatrné.

Největší pozornost by však měla být zaměřena na stanovení dlouhodobé prognózy tržeb. Vývoj tržeb má ten největší vliv na konečnou hodnotu oceňovaného podniku.<sup>15</sup>

Při stanovení strategické analýzy lze při vymezení vnějšího prostředí podniku použít analýzu PEST. V tomto případě se jedná o prostředí mimo podnik, které je obtížné ovlivňovat. Analýza PEST se zaměřuje na politické a právní faktory, ekonomické faktory, sociální faktory a technologické faktory.<sup>16</sup>

Další součástí strategické analýzy je i analýza mikroprostředí, která se zaměřuje na analýzu zaměstnanců, dodavatelů, konkurence a zákazníků.

---

<sup>15</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

<sup>16</sup> VYKYPĚL, Oldřich a Miloslav KEŘKOVSKÝ. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2002. 172 s. ISBN 80-7179-578-X

### 2.5.3 Finanční analýza

Každá firma by měla provádět finanční analýzu, která se řadí mezi nejdůležitější nástroje finančního řízení. Tato analýza je neoddělitelnou součástí oceňování podniku. Plní tyto funkce:

- prověřuje finanční zdraví podniku,
- je základem finančního plánu.

Tyto funkce mohou mít jak malou, tak i velkou vypovídací schopnost. Důležitá je jejich prezentace. Oceňovatel musí tyto funkce promítnout do ocenění. Své závěry by měl doplnit o další potřebná data, která jsou již známá ze strategické analýzy, a také z pohledu rizika podniku.

Postup finanční analýzy by měl vypadat následovně:

1. prověření správnosti a úplnosti vstupních údajů,
2. sestavení analýzy základních účetních výkazů (rozvaha, výkaz zisku a ztrát, cash flow),
3. zhodnocení a výpočet poměrových ukazatelů,
4. souhrnné zhodnocení dosažených poznatků o společnosti.<sup>17</sup>

### 2.5.4 Rozdělení aktiv na nutná a nenutná

Rozdělení aktiv na nutná a nenutná by mělo být prováděno u většiny metod pro stanovení hodnoty podniku. Důvodem jsou:

- majetek nebo jeho část nepřináší velké příjmy, nebo část majetku není dostatečně využívána,
- odlišná rizika mohou být nesená aktivem, které nesouvisí s provozem daného podniku,
- nepotřebný majetek je často oceňován za pomoci jiných metod v rámci oceňování.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

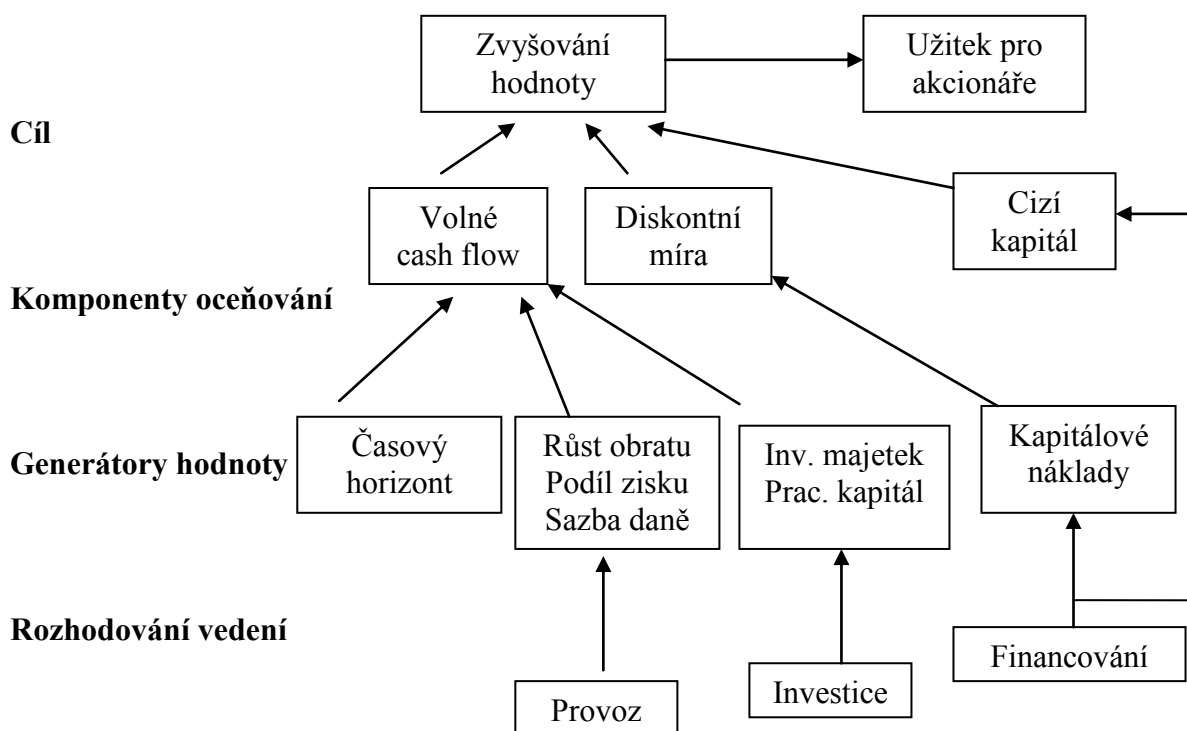
<sup>18</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

Součástí rozdělení aktiv na nutná a nenutná je také potřeba vymezit náklady a výnosy, které souvisí s provozně nepotřebnými aktivy. Mezi nepotřebná aktiva řadíme činnosti podniku, které nejsou součástí hlavního zaměření. Patří sem například cenné papíry, nemovitosti, zásoby. Za provozně nutná aktiva se považují aktiva, která jsou pro proces firmy nepostradatelná a nemohou být vyloučená. Příkladem těchto aktiv jsou například pohledávky, fixní aktiva související s hlavní činností a také peněžní prostředky.<sup>19</sup>

### 2.5.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou považovány za základní ukazatele, které jsou součástí tvorby hodnoty podniku. Jejich definování je vázáno na konkrétní přístup k ocenění podniku. Pro lepší pochopení generátoru hodnoty poslouží následující obrázek, viz Obr. 2.2.

**Obr. 2.2 Generátory hodnoty**



Zdroj: Mařík (2007, s. 125)

<sup>19</sup> PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNAPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2011. 333s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Na základě obrázku mezi generátory hodnoty řadíme:

- obraty a jejich tempo růstu,
- provozní ziskovou marži,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého majetku, který je nutný,
- diskontní míru,
- způsob financování,
- dobu, kterou budeme předpokládat pro vytváření pozitivního peněžního toku.<sup>20</sup>

### 2.5.6 Finanční plán

Finanční plán se tvoří v případě, kdy je podnik oceňován výnosovou metodou. Mezi jeho hlavní výkazy patří:

- výsledovka,
- podrobná rozvaha,
- výkaz peněžních toků.

Finanční plán je součástí podnikového plánu, který vychází z dlouhodobé koncepce podniku, z jeho strategie a vize. Oceňovatel, který sestavuje podnikový plán, by se měl vyvarovat před automatickým přebíráním plánů od managementu podniku. Tento stav je hlavně za předpokladu, že cílem ocenění je zjištění objektivizované či tržní hodnoty.

Celkové sestavení finančního plánu je navázáno na analýzu a prognózu generátorů hodnoty, které jsou jeho oporou. Takhle sestavený plán je potřeba doplnit o:

- a) **plán financování** – jde o akceptaci nových úvěrů, navyšování vlastního kapitálu, splátky úvěrů,
- b) **další méně významné položky** – výnosové, nákladové, závazků, pohledávek,
- c) **položky nesouvisející s hlavním předmětem podnikání,**
- d) **odhadové výplaty dividend nebo podílů na zisku vlastníkům,**
- e) **formální dopočty finančních výkazů.**<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

### 2.5.7 Volba metody ocenění

Poslední a závěrečnou částí při postupu oceňování je volba vhodné metody ocenění. Oceňování lze provádět na základě těchto metod:

- výnosové,
- majetkové,
- tržní.

Pro nejlepší možný výsledek je vhodná aplikace všech těchto metod. Jakmile budou všechny metody provedené, lze výsledné ocenění stanovit za pomoci syntézy výsledků, která může mít lepší vypovídací schopnost o hodnotě podniku k datu ocenění.

## 2.6 Metody používané při oceňování podniku

Pro oceňování podniků se v praxi využívají různé metody, různé kroky a postupy. Jako první oblast metod tvoří metody založené na oceňování majetkových položek. Druhá oblast metod se opírá o analýzu výnosů podniku. Třetí je tvořena kombinovanými metodami, které kombinují výsledky z výnosových a majetkových metod. Poslední skupina je postavená na analýze aktuálních tržních cen.<sup>22</sup>

Rozdělení metod pak vypadá následovně:

### 1. Metody založené na oceňování majetkových položek

- účetní hodnota (vlastní majetek)
- substanční hodnota (věcné hodnoty)
- likvidační hodnota

### 2. Výnosové metody

- metoda kapitalizace zisku

---

<sup>21</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>22</sup> DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2. ISBN 0-922154-75-9.

- metody na bázi diskontovaných peněžních toků – FCFF (free cash flow to the firm), FCFE (free cash flow to the equity), DDM (dividend discount model), EVA (economic value added)

### **3. Ocenění na základě relativní analýzy trhu**

- na základě srovnatelných společností
- na základě srovnatelných transakcí
- přímě ocenění dle informací z kapitálového trhu

### **4. Kombinované metody**

- metoda průměrné hodnoty (Schmalenbachova metoda)
- metoda nadzisku
- metoda vážené střední hodnoty.<sup>23</sup>

## **2.7 Ocenění na základě analýzy majetku**

Metody založené na majetkovém ocenění jsou součástí zjišťování majetkové podstaty podniku. Často je dané zjištění označováno jako „substance“, nebo také „substanční hodnota“. Majetkové ocenění je dáno součtem hodnot individuálních složek aktiv, od kterých je odpočítaná suma jednotlivě oceňovaných závazků.<sup>24</sup>

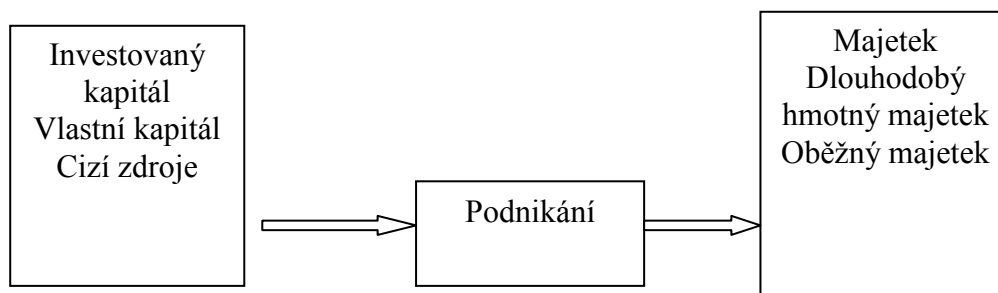
Pro správné pochopení této metody, je podstatné se zabývat vlastním základem podnikání. Založení podniku je chápáno jako proces přeměny kapitálu a podnikatelské idey do různých typů aktiv, viz Obr. 2.3.<sup>25</sup>

<sup>23</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

<sup>24</sup> DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2. ISBN 0-922154-75-9.

<sup>25</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

## Obr. 2.3 Podstata podnikání



Zdroj: Kislingerová (2001, s. 127)

U majetkového oceňování podniku jsou všechny majetkové složky určitým způsobem oceněny. Rozlišujeme tři majetkové hodnoty v závislosti na použití ceny:

- metoda účetní hodnoty (účetní ceny),
- metoda substanční hodnoty (reprodukční ceny),
- metoda likvidační hodnoty (likvidační ceny).<sup>26</sup>

## 2.8 Výnosové metody oceňování

Při analýze výnosových metod se vychází z předpokladu, že hodnota určitého statku je stanovena očekávaným užitekem neboli výnosem pro jeho držitele.<sup>27</sup>

Tyto metody jsou v současné době považovány za nejpoužívanější a nejsprávnější metody oceňování. Obecně je členíme na tyto metody:

- metoda diskontovaných peněžních toků,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty,
- metody kombinované.<sup>28</sup>

<sup>26</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>27</sup> DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2. ISBN 0-922154-75-9.

<sup>28</sup> SABOLOVIČ, Mojmir. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola s.r.o., 2008. 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.



### 2.8.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Z pohledu teorie a principů je metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – discounted cash flow) základní výnosovou metodou oceňování. Je založena na reálném vyjádření užítku z drženého statku na základě reálných příjmů, které z něj plynou.<sup>29</sup>

Rozlišujeme tři varianty výpočtu výnosové metody DCF, které se snaží zjistit hodnotu čistého obchodního majetku:

- metoda DCF Entity,
- metoda DCF Equity,
- metoda DCF APV.<sup>30</sup>

Všechny metody probíhají dle určitých kroků. V případě metody **DCF entity** se výpočet realizuje dvěma způsoby.

Prvním krokem je výstup z peněžních toků, které jsou určeny jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Hodnotu podniku jako celku získáme diskontováním s označením brutto hodnota,  $H_b$ .

Druhým krokem je odečtení hodnoty cizího kapitálu od hodnoty brutto. Tímto získáme hodnotu vlastního kapitálu s označením  $H_n$  – hodnota netto.

U metody **DCF equity** se vychází z peněžních toků určených pouze pro vlastníky podniků. V tomto případě se hodnota vlastního kapitálu  $H_n$  získává hned po diskontování.

V případě **metody DCF APV** výpočet opět probíhá ve dvou krocích. Prvním krokem je zjištění hodnoty podniku jako celku  $H_b$ . Tento výpočet, na rozdíl od metody entity, probíhá součtem hodnoty podniku s nulovým zadlužením a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Druhý krok pak probíhá stejným způsobem jako u metody entity.

Za základní metodu pro oceňování se v různých publikacích uvádí metoda DCF entity. Výhodou je její použití i při oceňování aktiv jako celku, když se jedná o oceňování samostatných divizí.<sup>31</sup>

---

<sup>29</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>30</sup> SABOLOVIČ, Mojmir. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola s.r.o., 2008. 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.

<sup>31</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

## Výpočet peněžního toku metodou DCF entity

Podstatou výpočtu je určení množství peněz, které lze čerpat z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Musí se určit diskontní míra, která vychází z vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Následně dojde k ponížení provozního peněžního toku o investice, které jsou brány jako předpoklad pro určitou úroveň peněžených toků v budoucnosti. Výsledek je pak tvořen peněžními toky, které jsou k dispozici věřitelům i vlastníkům (FCFF), viz Tab. 2.2.<sup>32</sup>

**Tab. 2.2 Výpočet volného peněžního toku metodou DCF entity**

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
- Upravená daň z příjmů
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
= Předběžný peněžní tok z provozu
- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
= <b>Volný peněžní tok (FCF)</b>

*Zdroj: Mařík (2007, s. 170)*

## Diskontní míra pro metodu DCF entity

Základní podstatou diskontní míry je převedení budoucích výnosů z investic na současnost, avšak se zohledněním na míru rizika vázaného k daným investicím. Protože se u každého budoucího výnosu počítá s rozdílnou mírou rizika, musí se pracovat i s různou diskontní mírou. Při výpočtu DCF entity používáme diskontní míru na úrovni WACC, tzn. na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál.<sup>33</sup>

<sup>32</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

<sup>33</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

Obecným vzorcem pro výpočet průměrného váženého nákladu kapitálu je dle rovnice (2.1) následující postup:

$$WACC = n_{CK} \cdot (1 - d) \cdot \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \cdot \frac{VK}{K} \quad (2.1)$$

kde:

$N_{CK}$  = je očekávaná výnosnost do doby splatnosti cizího kapitálu vloženého do podniku

$d$  = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

$CK$  = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (úročeného)

$N_{VK(Z)}$  = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení podniku

$VK$  = tržní hodnota vlastního kapitálu

$K$  = celková hodnota investovaného kapitálu,  $K = VK + CK$ <sup>34</sup>

Náklady na vlastní kapitál ( $N_{VK(Z)}$ ) se vypočítají dle metody CAPM, která je modelem oceňování kapitálových aktiv. Jedná se o nejčastěji používanou metodu pro výpočet nákladů na vlastní kapitál. Pro její stanovení je potřeba vyčíslit bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou premii a koeficient Beta (tržní riziko).

Výpočet pak vypadá následovně dle rovnice (2.2):

$$Re = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) \quad (2.2)$$

kde:  $r_f$  - bezriziková úroková míra

$\beta$  - tržní riziko (koeficient Beta)

$(r_m - r_f)$  - tržní riziková premie<sup>35</sup>

<sup>34</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>35</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

Pro stanovení tržního rizika je potřeba vymezit obchodní a finanční riziko dle rovnice (2.3):

$$\beta = 1 + OR + FR \quad (2.3)$$

kde: OR – obchodní riziko

FR – finanční riziko<sup>36</sup>

### Výpočet peněžního toku metodou DCF equity

Při využití metody DCF equity stanovujeme hodnotu vlastního kapitálu pomocí volných peněžních toků pro vlastníky. Postup výpočtu je popsán viz Tab. 2.3:

**Tab. 2.3 Výpočet volného peněžního toku metodou DCF equity**

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
+ Odpisy
+ Ostatní náklady (nemající charakter výdajů)
- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky
- Úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít, tj. úrok x (1 – daňová sazba)
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE (FCF to equity)

*Zdroj: Mařík (2007, s. 205)*

Vypočtené peněžní toky pak diskontujeme úrokovou mírou na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Tento kapitál je stanovený pro danou míru zadlužení. Celkovým výsledkem je následná výnosová hodnota vlastního kapitálu, kterou vypočteme dle rovnice (2.4) buď na základě Gordonova modelu, nebo věčné renty.

<sup>36</sup> MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.

$$H_n = \sum_{t=1}^T FCFE_t \cdot (1 + i_k)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \cdot (1 + i_k)^{-T} \quad (2.4)$$

kde:

**$i_k$**  = kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku

**$g$**  = předpokládané tempo růstu FCFE v druhé fázi horizontu budoucích let

**$T$**  = poslední prognózovaný rok<sup>37</sup>

### Výpočet výsledné hodnoty podniku

Další možností pro stanovení hodnoty podniku je výpočet výsledné hodnoty podniku odhadnutou metodou DCF. Pro výpočet je potřeba postupovat dle určitých kroků, viz Tab. 2.4.

**Tab. 2.4 Výpočet výsledné hodnoty podniku**

Hodnota brutto (provozní části podniku)
- Hodnota úročeného cizího kapitálu
= Hodnota vlastního kapitálu
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná
<b>= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku</b>

*Zdroj: Sabolovič (2008, s. 90)*

<sup>37</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

### 2.8.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Mezi významné výnosové metody řadíme i metodu kapitalizovaných čistých výnosů vytvořenou v německy mluvících zemích. Její výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu neboli hodnota netto.<sup>38</sup>

Tato metoda se vyznačuje snahou o objektivitu a opatrnost. Při jejím výpočtu se klade velký důraz na minulá prokazatelná data ocenění.<sup>39</sup>

Na základě chápání čistých výnosů rozlišujeme dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů. První variantou se chápe čistý výnos jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, tzn. ve formě peněžních toků. Druhá varianta na rozdíl od první spočívá v odvození čistého výnosu z upravených výsledků hospodaření, tzn. z rozdílů upravených výnosů a nákladů.<sup>40</sup>

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je postavena na obecně platných zásadách, mezi které patří:

- a) pro ocenění je určující jeho účel,
- b) podnik musíme oceňovat jako hospodářskou jednotku,
- c) ocenění provozně nutného majetku,
- d) ocenění neprovozního majetku,
- e) zásada transparentnosti posudku.

Při této metodě se vychází z vlastního postupu, který je následující:

- analýza a úprava dosavadních výsledků společnosti,
- prognóza budoucích výsledků hospodaření,
- odhad kalkulované úrokové míry,
- propočet výnosové hodnoty pomocí paušální nebo analytické metody.<sup>41</sup>

---

<sup>38</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>39</sup> SABOLOVIČ, Mojmir. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola s.r.o., 2008. 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.

<sup>40</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>41</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

## Výpočet výnosové hodnoty paušální metodou

Základem pro stanovení paušální metody je analýza minulých výsledků a jejich prognóza do budoucna. Důležitou součástí je potenciál podniku ke dni ocenění. Avšak podstatou pro výpočet je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. Pro jeho výpočet je potřeba použít průměr za celé minulé období, zhruba 3 – 5 let.<sup>42</sup>

Z praktického hlediska je ocenění paušální metodou vhodné v případě, že bude podnik v budoucnosti dosahovat takových výnosů, které budou aspoň trochu podobné minulým.<sup>43</sup>

## Výpočet výnosové hodnoty analytickou metodou

Metoda výpočtu výnosové hodnoty analytickou formou je základem pro stanovení hodnoty. Ocenění je založené na prognóze budoucích výsledků hospodaření, které jsou upravené o vliv financování. Dle metodiky se blíží k metodě DCF.<sup>44</sup>

Při zaměření se na objektivizované ocenění se musí vycházet ze souboru odnímatelných čistých výnosů. Tyto výnosy jsou skutečné a také nejméně ovlivňovány účetní politikou. Můžeme je rozdělovat bez ohrožení budoucího výnosového potenciálu. Budeme – li předpokládat trvalou existenci podniku, lze použít dvoufázovou nebo také třífázovou metodu.<sup>45</sup>

### 2.8.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Termín ekonomická přidaná hodnota, označovaná jako EVA, je v podstatě ukazatelem výnosnosti, nástrojem finanční analýzy, oceňování a řízení podniku. Základem této metody je měření ekonomického zisku, který je dosažen tehdy, když budou splaceny běžné náklady a náklady kapitálu.<sup>46</sup>

---

<sup>42</sup> SABOLOVIČ, Mojmir. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola s.r.o., 2008. 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.

<sup>43</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>44</sup> SABOLOVIČ, Mojmir. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola s.r.o., 2008. 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.

<sup>45</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>46</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

Tento ukazatel je odrazem snahy investorů, kteří chtějí odhalit podniky vhodné pro jejich investici. Jedná se o revoluční průlom v pohledu na výkonnost podniku a měření jeho hodnoty.<sup>47</sup>

Ukazatel EVA se považuje za čistý výnos z provozní činnosti společnosti snížený o náklady kapitálu. Jedná se o kapitál cizí i vlastní. Vzorec pro výpočet vypadá dle rovnice (2.5) následovně:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC \quad (2.5)$$

kde:

**NOPAT** = zisk z operační činnosti podniku po dani

**C** = kapitál vázaný v aktivech sloužící pro operační činnost podniku. Někdy je daný ukazatel označován NOE.

**WACC** = průměrné vážené náklady kapitálu<sup>48</sup>

Pokud budeme brát ukazatel EVA jak nástroj ocenění, lze v tomto případě využít varianty modelu EVA entity, equity a APV. Tak, jak tomu bylo u metody DCF, i v tomto případě se více využívá metoda EVA entity, viz Tab. 2.5.

**Tab. 2.5 Výpočet metody EVA entity**

Tržní hodnota operačních (provozně potřebných) aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
<b>= Tržní hodnota vlastního kapitálu</b>

*Zdroj: Mařík (2007, s. 295)*

<sup>47</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

<sup>48</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.



Při oceňování podniku metodou EVA hraje největší roli hodnota přidaná trhem MVA, označovaná jako současná hodnota budoucích EVA. MVA je na rozdíl od ukazatele EVA zaměřená na budoucnost, která je odrazem očekávání trhu v oblasti perspektiv podniku.

Celý model oceňování EVA se zakládá na tom, že tržní hodnota firmy je složena z investovaného kapitálu a současné hodnoty budoucích EVA. Tyto budoucí ukazatele EVA se odvodí z již dosažené úrovně EVA a očekávaného pohybu současné úrovně EVA (snížení nebo zvýšení).

Výpočet pro tento pohled na danou koncepci EVA je popsán ve dvoufázové metodě, která je vyjádřena dle rovnice (2.6) následovně:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (2.6)$$

kde:

$H_n$  = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto),

$EVA_t$  = EVA v roce  $t$ ,

$NOA_0$  = čistá operační aktiva k datu ocenění,

$NOA_{t-1}$  = čistá operační aktiva ke konci předchozího roku,

$NOPAT_t$  = operační výsledek hospodaření po dani v roce  $t$ ,

$T$  = počet let explicitně plánovaných EVA,

$WACC$  = vážené průměrné náklady kapitálu,

$D_0$  = hodnota úročených dluhů k datu ocenění,

$A_0$  = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění.<sup>49</sup>

## Vztah ocenění metodou EVA a metodou DCF

Obecně platí, že v případě použití metody EVA i metody DCF může dojít ke stejným výsledkům. K této shodě dojde za předpokladu, že:

- u obou metod jsou použity stejné vážené průměrné náklady kapitálu,

<sup>49</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

- je použitý stejný zisk, jde tedy o výpočet volných peněžních toků u metody DCF z NOPAT neboli z operačního zisku po upravené dani,
- NOA neboli čistá operační aktiva jsou u metody EVA stejná jako investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF.

Z jiného pohledu to znamená, že pro obě metody čerpáme vstupní data až po provedení úprav výkazu zisku a ztrát a rozvahy.<sup>50</sup>

#### 2.8.4 Kombinované výnosové metody

Určení hodnoty podniku prostřednictvím kombinované výnosové metody se snaží vycházet z kombinace majetkových a výnosových metod oceňování podniku.<sup>51</sup>

Součástí této metody jsou pak metoda střední hodnoty neboli Schmalenbachova metoda a metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

**a) Metoda střední hodnoty** – základem použití této metody je, že hodnota podniku se vytváří vloženými statky a výkony podniku, a rovněž budoucím výnosem. Vypočítáme ji aritmetickým průměrem, který je tvořen součtem substanční a výnosové hodnoty.<sup>52</sup>

**b) Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů** – tato metoda je založena na výpočtu celkové hodnoty podniku, která se skládá ze substance a hodnoty firmy. V tomto případě je hodnota firmy rozdílem mezi výnosovou a substanční hodnotou. Rozdíl je pak označován pojmem goodwill.<sup>53</sup>

<sup>50</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

<sup>51</sup> SABOLOVIČ, Mojmir. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola s.r.o., 2008. 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.

<sup>52</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

<sup>53</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

### 3 Popis a charakteristika podniku Granitol a.s.

#### 3.1 Základní identifikace podniku

Obchodní jméno:	GRANITOL akciová společnost
Právní forma:	akciová společnost
Sídlo:	Partyzánská, 79305 Moravský Beroun
Datum vzniku:	29. 12. 1990
IČ:	00012114
Základní jmění:	296 473 000,- Kč
Předmět podnikání:	<ul style="list-style-type: none"><li>- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona</li><li>- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy</li><li>- zámečnictví</li><li>- obráběčství a nástrojařství</li><li>- hostinská činnost</li><li>- výroba a rozvod tepla</li><li>- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení<sup>54</sup></li></ul>

#### 3.2 Historie a současnost

Granitol a.s. patří mezi společnosti s dlouholetou historií a postavením na trhu. Jedná se o středně velkou výrobní společnost sídlící v Olomouckém kraji se 120 letou historií. Firma byla založena Moritzem Hanselem a původně se jmenovala Moravské mechanické tkalcovny a zabývala se výrobou koženky na bázi nitrocelulózových nátěrů. Název GRANITOL vznikl

---

<sup>54</sup> OBCHODNÍ REJSTŘÍK: *Granitol akciová společnost* [online]. Obchodní rejstřík [25. 01. 2015]. Dostupné z: <http://obchodnirejstrik.cz/granitol-akciová-společnost-12114/>

až v roce 1910, kdy firemní činností byla výroba umělých textilií a voskovaného plátna a umělé kůže. Po několika letech se firma začala zabývat výrobou semišové kůže pro potahy, povlaky a vykládáním pouzder.

Výrobou polyetylenových fólií se zabývá od roku 1967. Byly zakoupeny stroje pro výrobu smrštitelné fólie, potiskovací stroj, svařovací stroj na odnosné tašky a stroj na zpracování granulátu. V roce 1995 došlo ve firmě k privatizaci a majoritním vlastníkem se stala společnost Graniol Union. V roce 2004 dochází k další změně a majoritním vlastníkem se stala skupina SLOVINTEGRA a.s. K poslední změně došlo v roce 2014, kdy se změnil vlastník společnosti. Novým akcionářem se stala Lucemburská společnost BGA.

Společnost GRANITOL a.s. se neustále zabývá rozvojem a zdokonalováním se. Každý rok se investují velké finanční prostředky do modernějšího a výkonnějšího strojního vybavení. Pro zákazníky se vystavují testy prováděné ve vlastní laboratoři, které slouží jako další výhoda pro zákazníky této společnosti. Do výrobního sortimentu patří výroba jednovrstvých a vícevrstvých fólií, vázacích PP pásek, produktů z PE fólií. Velký podíl na výrobě tvoří výroba 8 barevného potisku dle grafických zadání od zákazníků. Firma se snaží neustále rozšiřovat svůj sortiment o nové produkty, rozměry, povrchové úpravy, variant potisku atd.<sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> GRANITOL: *Profil společnosti* [online]. Granitol [25. 01. 2015]. Dostupné z: <http://www.granitol.cz/granitol/profil-spolecnosti/>

### **3.3 Organizační struktura**

Organizační struktura firmy se skládá z valné hromady, představenstva, dozorčí rady a vedení společnosti. Ve vedení se nachází člen představenstva, který je pověřený řízením této společnosti. Podrobnější struktura organizace je uvedena v příloze 2.

#### **Akcionáři**

BGA S. a r.l.

#### **Představenstvo**

Předseda: Ing. Jolana Petrášová

Členové: Ing. Bohumil Neštrák  
Ing. Jaroslav Fibichr

#### **Dozorčí rada**

Předseda: Ing. Slavomír Hatina

Členové: Ing. Branislav Hatina  
Katarína Zárecká MSc.

#### **Vedení společnosti**

Ředitel: Ing. Jaroslav Fibichr

Ekonomický ředitel: Ing. František Berka

Obchodní ředitel: Robert Haman

Výrobní ředitel: Ing. Dalibor Hastík

## **4 Analýza podniku**

### **4.1 Analýza makroprostředí**

Pro správné zhodnocení makroprostředí podniku bude využita analýza PEST, ve které budou popsány politické, právní, ekonomické, sociální a technologické faktory. Informace jsou čerpány z výročních zpráv, internetových zdrojů a také od členů vedení firmy.

#### **4.1.1 Politické a právní faktory**

Všechny firmy na území České republiky, a tak i společnost Granitol a.s., podléhají nařízením vlády, vyhláškám a všem zákonům. Ty musí být respektovány a dodržovány. Problém však představují neustále a časté změny, nebo doplňování formou nových novel. Důsledkem těchto změn může být špatná srozumitelnost, nepřehlednost a pochybení firem z důvodu nepochopení nových zákonů nebo vyhlášek. Mezi hlavní zákony, dle kterých by firmy měly uskutečňovat svou činnost, se řadí občanský zákoník, zákoník práce, zákon o účetnictví, zákon o daních z příjmů, atd.

Firmu mohou nejvíce ovlivňovat změny v daňových sazbách. V roce 2015 došlo ke změně, kdy byla zavedena druhá snížená sazba ve výši 10 %. Pokud by došlo ke zvýšení DPH, tak by nastalo zvýšení cen a také nákladů spotřebitelů v České republice. Dané zvýšení by pak mělo vliv na snížení spotřeby zákazníků a tím i negativní dopad na firmu Granitol a.s.. Pokud se však zaměříme na sazbu daně z příjmů právnických osob, která je upravována zákonem č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů ve znění pozdějších předpisů, tak v této oblasti se dá mluvit o pozitivním působení. Díky neustálému snižování od roku 2003, kdy daň klesla z 31% na 19%, má daná společnost více prostředků na své investice. Vláda se v této situaci snaží dané snižování kompenzovat zvyšováním sazby z nepřímých daní.

#### 4.1.2 Ekonomické faktory

Mezi hlavní faktory tvořící a nejvíce ovlivňující ekonomické prostředí můžeme považovat vývoj HDP, inflace a míry nezaměstnanosti. Protože i situace ve firmě je těmito faktory ovlivňována, budou předmětem další analýzy.

#### HDP

V roce 2011 došlo nejdříve k oživení ekonomiky a HDP bylo na vrcholu s kladnými hodnotami. Následně pak v roce 2012 došlo k meziročnímu poklesu o 1,2 %. I když nastalo zpomalení tempa růstu HDP, vše se pořád odehrávalo v pozitivních hodnotách. V roce 2014 se dle statistik v 1. čtvrtletí uvádí meziroční zvýšení o 2,5 %. Dle odhadů se jedná o očištěné HDP o cenové vlivy a sezónnost. Z pohledu tuzemské ekonomiky došlo v 1. čtvrtletí k největšímu nárůstu za poslední tři roky. Vzhledem k očekávanému růstu HDP, a to především v Evropě, i firma posílila své prodejní oddělení a zvýšila míru nabízených výrobků do zahraničí. Co se týče odhadů HDP v roce 2015, tak i v tomto roce se opět počítá s růstem ekonomiky zhruba o 2,7 %. Ke zpomalení by mělo dle odhadů dojít až v roce 2016.<sup>56</sup>

#### Inflace

Průměrná inflace dosáhla v roce 2014 výše 0,4 %. V letošním roce došlo u spotřebitelských cen k nárůstu v únoru oproti lednu o 0,2 %. Nárůst byl ovlivněn hlavně díky podílu cen u tabákových výrobků, alkoholických nápojů, rekreace a kultury. Z pohledu celkové úrovně spotřebitelských cen došlo v únoru ke snížení a to z důvodu poklesu cen u pohonných hmot, které bylo ve výši 3,8 %. I proto se v roce 2015 počítá s růstem cen, které by mělo probíhat pomalu, a to zejména kvůli vývoji ceny ropy. Díky těmto vlivům se počítá se snížením průměrné míry inflace na 0,3 %. Veškeré tyto vlivy jsou neoddělitelnou součástí hospodaření firmy, která svou cenovou politiku musí přizpůsobit i vývoji míry inflace.<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Ediční plán 2014* [online]. Český statistický úřad [25. 01. 2015]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/F90033865F/\\$File/32019314q1a.pdf](http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/F90033865F/$File/32019314q1a.pdf)

<sup>57</sup> KURZY CZ: *Inflace* [online]. Kurzy CZ [25. 01. 2015]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/>

## Nezaměstnanost

Česká republika má v evropském srovnání už pár měsíců nejnižší sezónně očištěnou míru nezaměstnanosti. Dle statistik dochází ke zlepšování situaci na pracovním trhu, a celkový podíl nezaměstnaných na začátku roku 2015 poklesl na 7,5 %. Nejvíce se to odrazilo v průmyslu, kde dochází k nárůstům pracovních příležitostí. Důvodem těchto závěrů je i to, že průmysl v roce přispěl k nárůstu HDP. Dle odhadů by měli i nadále přibývat volná pracovní místa jak v průmyslu, tak i ve službách.<sup>58</sup>

### 4.1.3 Sociální faktory

Z pohledu sociálních faktorů se často posuzuje demografická křivka, hustota obyvatelstva, dopravní obslužnost, vzdělanost lidí či zvyky kupujících. Z toho důvodu je potřeba brát na zřetel i demografický vývoj populace neboli demografické faktory. Čím dál více se prodlužuje odchod do důchodu, zvyšuje se průměrný věk dožití a také narůstá počet narozených dětí. V současné době se společnost potýká i s problémem jako jsou mladí lidé, kteří mají problém si najít práci z důvodu nedostatečné praxe.

Pokud se však zaměříme na vliv těchto faktorů na firmu Granitol a.s., tak jsou minimální. Lze dojít k závěru, že ve skutečnosti demografické faktory neovlivňují poptávku v dané společnosti.

Součástí sociálních faktorů je i postoj zaměstnanců ve firmách. Důležitá je jejich loajálnost, ochota a pečlivost při vykonávání práce. S tím samozřejmě souvisí i postoj vedení k zaměstnancům, péče o zaměstnance, mzdy, benefity, možnost vzdělávání, atd. Ve firmě Granitol a.s. je v současné době zaměstnaných 330 lidí. Společnost se nachází v kraji, kdy se občas potýká s problémem nalézt dostatečně kvalifikované zaměstnance.

---

<sup>58</sup> KURZY CZ: *Nezaměstnanost* [online]. Kurzy CZ [25. 01. 2015]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/nezamestnanost/>



#### **4.1.4 Technologické faktory**

Společnost Granitol a.s. musí být neustále ve střehu a nezůstávat pozadu za svými konkurenty na trhu, kde působí. Z toho důvodu je prioritou společnosti její neustálý rozvoj a zdokonalování se. Každým rokem jsou ve firmě investovány velké finanční prostředky do výkonnějšího a modernějšího strojního vybavení. I letošní rok nebude výjimkou a bude plný nových investic a technologií. Za zmínku stojí pořízení nové laminovací linky a řezačky, které by měly firmě pomoci lépe zhodnotit fólie a dosáhnout vyšší přidané hodnoty.

Další velkou investicí, která bude realizovaná v roce 2015, je rekonstrukce monolinky na 3 vrstvou koextruzní linku. Firma neustále myslí na budoucnost a proto i pro rok 2016 má připravené investice a nové technologie, které by měly ještě více posílit její postavení mezi konkurencí.

Z pohledu konkurence je opravdu nesmírně důležité se pořád zabývat změnou a úpravou stávajících technologií. Tyto faktory jsou v dnešní době součástí existence mnoha firem. Nacházíme se ve světě, kdy technologie začíná nahrazovat lidské faktory, a firmy, pokud chtějí uspět na současných trzích, musí brát v potaz i tuto situaci.

### **4.2 Analýza mikroprostředí**

Další vhodnou vypovídací analýzou o stavu firmy je analýza mikroprostředí. Její součástí je analýza zákazníků, dodavatelů, konkurence a zaměstnanců.

#### **4.2.1 Zákazníci**

Společnost Granitol a.s. se snaží být zákaznický orientovanou firmou. Jejím prvořadým cílem je spokojenost zákazníků a s tím související průběžné sledování zpětné vazby z trhu. Ve firmě každoročně probíhá dané sledování formou dotazníkové ankety. Negativní odpovědi od zákazníků se snaží vedení společnosti řešit a hledat nápravné opatření.

Firma působí jak na českém trhu, tak i v zahraničí. Poměr koncových zákazníků a distributorů je na stejné úrovni. Cílem společnosti je však dosažení většího podílu koncových

zákazníků. Hlavními exportními regiony jsou Slovensko a Polsko, které představují těsný nadpoloviční objem celkového exportu.

Dalším cílem firmy je upevnění pozice lídra v rámci České republiky a dosažení většího podílu exportních zákazníků. Jedná se především o Východní Evropu a území Rumunska, Maďarska a Ukrajiny. Další je západní Evropa a to převážně Německo, Holandsko, Dánsko, Itálie a Rakousko. Zde se snaží posílit právě akviziční činnost.

#### **4.2.2 Dodavatelé**

Firma Granitol a.s. má své stávající dodavatele v rámci všech vstupních surovin a materiálů. Díky této dlouhodobé spolupráci, se Granitol a.s. může na své dodavatele spolehnout a ví, že budou dodrženy veškeré sjednané smluvní podmínky. Součástí těchto podmínek jsou i dodací lhůty, doba splatnosti a požadovaná kvalita. To vše umožňuje firmě čerpat výhody u svých dodavatelů formou slev za odebrané množství.

#### **4.2.3 Konkurence**

V odvětví výroby polyetylenových fólií a vázacích PP pásek se firma na území ČR a SK potýká s menšími konkurenty, kteří nemají významný vliv. Vzhledem k úrovni jejich portfolia je lze prostřednictvím účelné obchodní politiky dostávat pod cílený tlak vedoucí k oslabení jejich pozice na trhu.

Mezi největšího konkurenta patří firma DP Ekoplast Snina, která nabízí shodné portfolio s produktovou skupinou ve firmě Granitol a.s.. Prostřednictvím velkých a moderních investic do technologie a agresivní cenové politiky se stal DP Ekoplast nejvýznamnějším konkurentem hlavně v oblasti smršťovacích fólií. Díky této agresi firma DP Ekoplast předstihla jiné konkurenty, které firmu Granitol a.s. ohrožovali v minulosti. Pomocí nízkých nákladů, užšího sortimentu, nízkých mezd na východním Slovensku a dobrých nákupních cen surovin je firma DK Ekoplast na vysoké úrovni.

Objevují se však i nadnárodní konkurenční firmy z Polska a Itálie, proti kterým daná společnost musí bojovat. Proto se firma snaží být neustále o krok dopředu a analyzovat tyto konkurence.

Firma Granitol a.s. se snaží dělat maximum pro své zákazníky a proto statečně bojuje se svou konkurencí. Snaží se vyvíjet nové možnosti výroby, kvalitnější zboží a komplexnější služby.

#### **4.2.4 Zaměstnanci**

Společnost Granitol a.s. zaměstnává zhruba 330 zaměstnanců. Struktura firmy je složená z vedení, dělníků a THZ. Větší podíl zastupuje mužské pohlaví a zaměstnanci ve věku 31 -40 let. V kvalifikační struktuře zaměstnanců má největší procento počet vyučených pracovníků. Všichni zaměstnanci se považují za největší vnitřní hodnotu firmy a musí sdílet veškeré cíle a hodnoty firmy.

### **4.3 Finanční analýza**

Pro hlubší analýzu firmy byla vybrána finanční analýza, která je vhodná pro poskytnutí úplných informací o stavu firmy. Zdroje jsou čerpány z výročních zpráv za poslední 3 roky (2011-2013).

#### **4.3.1 Analýza aktiv a pasiv**

Celkový vývoj aktiv lze charakterizovat z více pohledů. Nejdříve je důležité se zaměřit na vývoj dlouhodobého nehmotného majetku, u kterého docházelo ke zvýšení objemu.

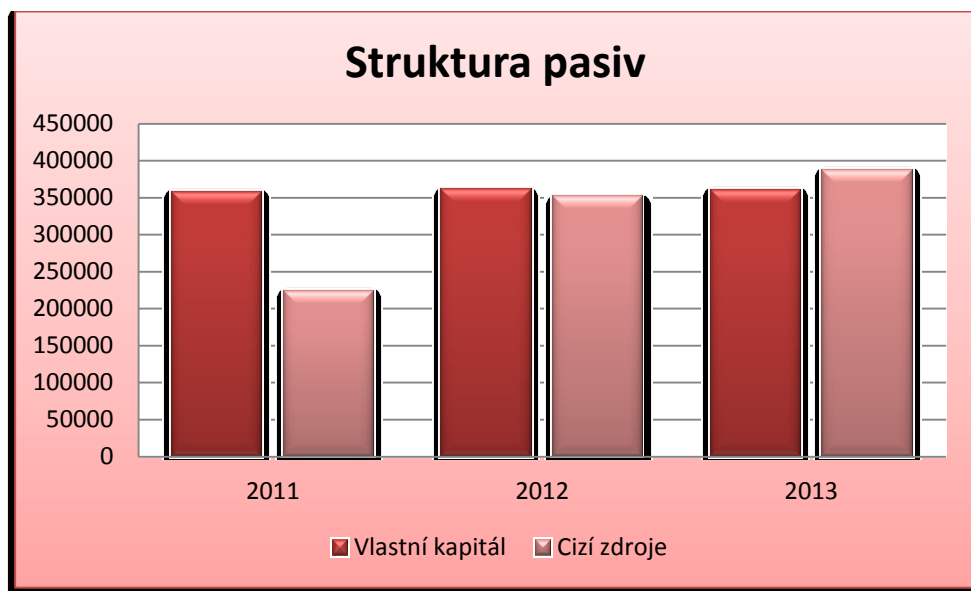
Rozdílný vývoj však probíhal u dlouhodobého hmotného majetku, který nejdříve rostl, a následně v roce 2013 došlo k mírnému snížení. Z rozvahy je také patrný nárůst zásob, jejichž celkový stav v roce 2013 byl oproti roku 2012 o cca 40 mil. Kč vyšší.

Navýšení zásob bylo způsobeno předzásobením firmy z důvodu vývoje cen na trhu. U pohledávek došlo ke zvýšení jak v oblasti krátkodobých tak i dlouhodobých pohledávek.

Analýza pasiv je zaměřena více na vývoj vlastního kapitálu, cizích zdrojů a závazků. Základní kapitál je neměnný, avšak rozdíl je mezi vlastním a základním kapitálem. Tento rozdíl je důležitý pro akcionáře, neboť vyjadřuje účetní zhodnocení kapitálu.

Další důležitou složkou jsou cizí zdroje, které mají rostoucí tendenci. Největší nárůst proběhl v roce 2013, kde došlo k převýšení cizího kapitálu nad vlastním kapitálem, viz Graf 4.1. Příčinou tohoto nárůstu je navýšení bankovních úvěrů a výpomoci.

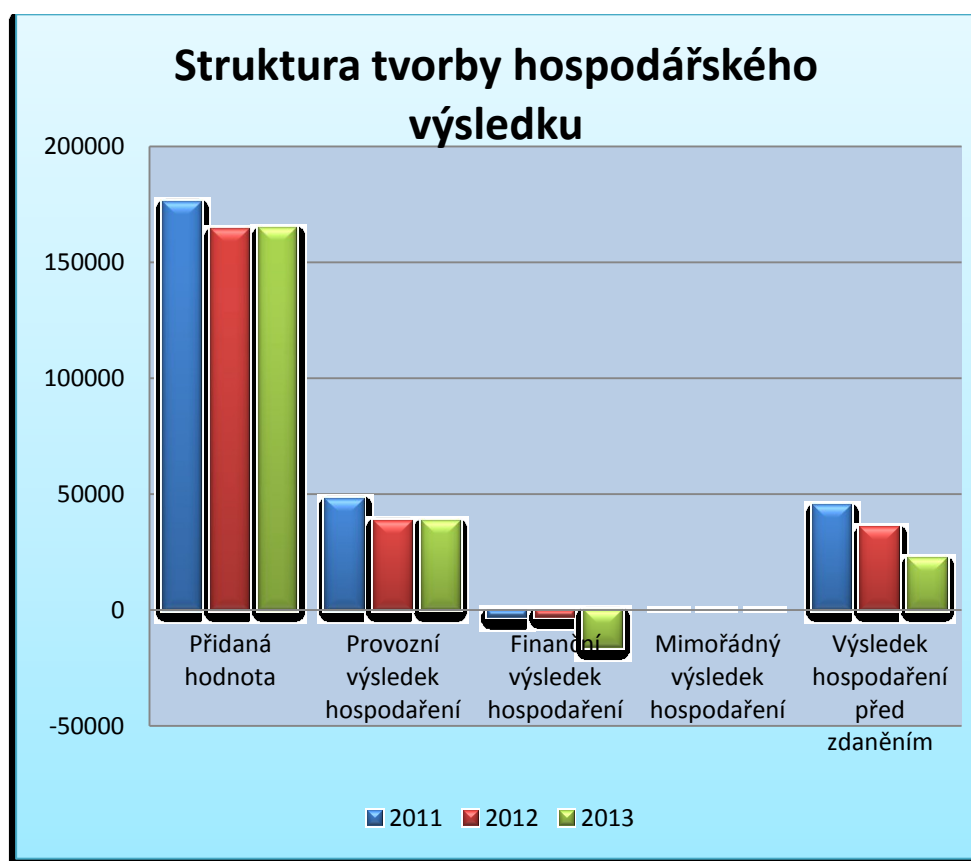
**Graf 4.1 Vývoj struktury pasiv v letech 2011 – 2013 v tis. Kč**



*Zdroj: vlastní zpracování na základě rozvahy společnosti*

Negativní situace v Evropě a vývoj ekonomiky v tuzemsku měl velký vliv na výsledky hospodaření firmy. Došlo k meziročnímu snížení hospodařeného výsledku před zdaněním. V roce 2013 byl pouze ve výši 22,3 mil. Kč, což je oproti roku 2011 a 2012 výrazný pokles, viz Graf 4.2. Za hodnocené období je výsledek hospodaření tvořen hlavně přidanou hodnotou k vlastním produktům.

**Graf 4.2 Struktura tvorby hospodářského výsledku v letech 2011 – 2013 v tis. Kč**



*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti*

#### **4.3.2 Analýza poměrových ukazatelů**

Nejrychlejším způsobem pro definování základních finančních charakteristik firmy je analýza poměrových ukazatelů. Pomocí této analýzy lze zhodnotit finanční zdraví podniku, kdy dochází k odskrytí lepších i horších hodnot. Umožňuje srovnání s odvětvovým průměrem, nebo také mezipodnikové srovnání.

##### **Ukazatele likvidity**

První analýzou poměrových ukazatelů je určení likvidity firmy, která pomocí rozvahy a zisků a ztrát umožňuje analýzu stavu těchto ukazatelů. Zaměřují se na schopnost firmy dostát svým závazkům v kratším období, samozřejmě pokud dojde ke vzniku neočekávaných komplikací.

Dle vývoje ukazatelů likvidity v meziročním srovnání 2011 – 2012, lze pozorovat pokles hodnot, tzn. nárůst zadlužení a tím dochází ke snížení ukazatelů likvidity firmy Granitol a.s.,

viz Tab. 4.1. K opačné situaci dochází v období 2012 – 2013, kdy mají ukazatele likvidity stoupající tendenci. Tento nárůst znamená snížení zadlužení a zlepšení pozice dané společnosti.

**Tab. 4.1 Vývoj ukazatelů likvidity v letech 2011 - 2013**

	2011	2012	2013
<b>Běžná likvidita v %</b>	502,69	279,19	319,71
<b>Rychlá likvidita v %</b>	298,86	146,75	155,17
<b>Okamžitá likvidita v %</b>	38,20	11,99	8,34

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti*

### **Ukazatele rentability**

Pomocí poměření celkového zisku s výši podnikových zdrojů použitých při jeho dosažení, lze zjistit úspěšnost činnosti každé firmy. Ukazatelem, který je nejdůležitější pro dané zjištění, je ukazatel rentability.

Je zřejmé, že v období 2011 – 2013 docházelo k poklesu výnosnosti vlastního kapitálu, viz Tab. 4.2. Jedná se o vložený kapitál ze strany akcionářů a vlastníků. To vše bylo ovlivněno poklesem zisku, který měl ve sledovaném období klesající tendenci.

Z pohledu rentability aktiv došlo k poklesu z 6,10 % v roce 2011 na 2,65 % v roce 2013. I tento klesající parametr byl ovlivněn poklesem zisku.

Posledním ukazatelem je rentabilita tržeb, která vyjadřuje jak je cena produkce schopna pokrýt náklady a vytvořit potřebný zisk. Dalo by se říct, že se jedná o ukazatel vyjadřující tržní úspěšnost firmy z pohledu její produkce. I u tohoto ukazatele docházelo ve sledovaném období k poklesu. Jedním z důvodů je vývoj tržeb za prodej zboží.

**Tab. 4.2 Vývoj ukazatelů rentability v letech 2011 - 2013**

Rok	2011	2012	2013
Rentabilita vlastního kapitálu v %	9,93	8,18	5,50
Rentabilita aktiv v %	6,10	4,15	2,65
Rentabilita tržeb v %	3,08	2,50	1,67

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti*

### **Ukazatele zadluženosti**

Každá společnost by měla hodnotit i stav svého úvěrového zatížení. Pro dané zhodnocení se používá ukazatel zadluženosti. Takové zatížení by nemělo podnik zatěžovat vysokými finančními náklady.

Stav celkové zadluženosti má v roce 2012 a 2013 oproti roku 2011 vzestupnou tendenci, což vypovídá o nesplacení závazků. Stejný průběh lze pozorovat i u zadluženosti vlastních zdrojů viz Tab. 4.3. Stanovená data jsou určitou informací o tom, že společnost má horší pozici ve splacení cizích zdrojů a financování vlastních.

**Tab. 4.3 Vývoj ukazatelů zadluženosti v letech 2011 - 2013**

	2011	2012	2013
Celková zadluženost v %	38,47	49,24	51,78
Zadluženost vlastních zdrojů v %	62,58	96,99	107,47
Podíl vlastních zdrojů na celkových aktivech v %	61,47	50,76	48,18

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti*

## **4.4 SWOT analýza**

SWOT analýza je nejlepším zdrojem informací v oblasti zhodnocení silných a slabých stránek společnosti, a také shrnutím příležitostí a hrozeb.

### **Silné stránky**

- Finanční stabilita firmy a image firmy,
- Leader v CZ + SK,
- Investice do strojního vybavení,
- Vlastní technologický vývoj,
- Široké portfolio zákazníků,
- Velikost produkce,
- Odbornost pracovníků v oboru,
- Nastavený procesní systém.

### **Slabé stránky**

- Nevyrovnaná úroveň kvalifikace,
- Závislost na dodávkách LDPE ze Slovnaftu,
- Závislost v PP pásce na jedné firmě,
- Obtížná kontrola procesů.

### **Příležitosti**

- Návaznost nadnárodní společnosti,
- Akvizice konkurence,
- Zajímavý partner pro výrobce materiálů v lokálním regionu,
- Vývoj nových produktů z vyšší přidanou hodnotou,
- Růst podílu obalových materiálů na regionu CEE.



## **Ohrožení**

- Personální vyčerpanost regionu,
- Špatná dopravní obslužnost,
- Legislativa EU - omezování obalových materiálů z plastů,
- Konsolidace plastikářského průmyslu,
- Závislost na nepředvídatelných změnách cen vstupních materiálů.

## **4.5 Zhodnocení analýz**

Celková analýza hodnocené společnosti proběhla nejdříve analýzou makroprostředí a mikroprostředí, následně pomocí finanční analýzy a v samotném závěru SWOT analýzou.

Negativní vývoj ekonomické situace prožila společnost Granitol a.s. v roce 2013, který byl zapříčiněn oslabením české koruny na konci roku 2012. Oslabení bylo způsobeno intervencí České národní banky.

Po provedení první části analýzy lze vývoj budoucí působnosti firmy zhodnotit za pozitivní. Dle odhadovaného navyšování HDP chce firma nadále vyvíjet akviziční činnosti v zahraničí. Dalším pozitivním faktorem je snižující se daň z příjmů právnických osob, která firmě umožňuje investovat do rozvoje společnosti. Díky těmto investicím může společnost nadále čelit své konkurenci a být ještě lepší.

Z hlediska analýzy mikroprostředí má firma vysoké postavení na trhu a se svou dlouholetou tradicí je pro své zákazníky spolehlivým dodavatelem. Neustále se snaží vyvíjet nové výrobky a technologie, které by ještě více upevnili její stávající postavení na trhu.

I když se firmě ve sledovaném období zhoršila pozice ve splácení cizích zdrojů a docházelo ke snižování tržeb, tak si společnost dokázala zlepšit svou pozici v rámci zadluženosti. Dalo by se říct, že společnost od roku 2011 až do roku 2013 byla velice ovlivněna ekonomickou situací ve světě.

Z pohledu SWOT analýzy jsou pak zřejmá slabá a silná místa společnosti, a také jaké může mít příležitosti a co jí může ohrozit.

I když mají některé ukazatele klesající tendenci, tak lze říci, že firma Granitol a.s. má stále růstový potenciál.

## 5 Stanovení hodnoty podniku

Cílem stanovení hodnoty podniku je určení jeho tržní hodnoty, která má pro společnost pouze informativní charakter. Pro lepší ocenění je nutné použít více metod. V tomto případě, byla použita metoda DCF entity, metoda kapitalizovaných čistých výnosů, účetní metoda a částečně naznačená metoda substanční.

### 5.1 Metoda DCF entity

První metodou, která bude využita k vyčíslení hodnoty podniku, je metoda DCF entity. Její základ tvoří diskontované FCFF vycházející z budoucích peněžních toků. Je to informace jak pro vlastníky, tak pro věřitele.

Závěrem této metody získáme celkovou hodnotu podniku. Výpočet je proveden dvěma fázemi. První se skládá z peněžních toků stanovených v plánovacím období a druhá je obdobím od prvního roku, který je po plánovaném období. Tato pokračující hodnota pak bude promítnuta pomocí Gordonova vzorce.

Abychom se dostali ke konečné hodnotě, tak výpočet musí proběhnout výpočtem základních dat, pomocí kterých se vypočítá konečná hodnota vlastního kapitálu podniku.

V první řadě, se musí vymezit dlouhodobý provozně nutný majetek, pracovní kapitál provozně nutný a korigovaný provozní výsledek z hospodaření, viz Tab. 5.1. Jak jde vidět v následující tabulce, určení provozně nutných položek vychází z rozvahy za rok 2013 a určité predikce ze strany společnosti.

**Tab. 5.1 Výpočet investovaného kapitálu provozně nutného v tis. Kč**

Položka v tis. Kč	Predikce				
	2013	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý nehmotný majetek +	2 394	2 250	2 250	2 250	2 250
Dlouhodobý hmotný majetek +	279 959	250 184	271 372	277 123	278 789
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>282 353</b>	<b>252 434</b>	<b>273 622</b>	<b>279 373</b>	<b>281 039</b>
Zásoby +	239 332	241 725	244 143	246 584	249 050
Pohledávky +	213 384	244 631	253 877	272 189	332 326
Provozně nutná výše peněz +	14 642	27 421	29 401	30 524	30 784
Ostatní aktiva +	12 405	12 400	12 400	12 400	12 400
Krátkodobé závazky -	145 448	257 506	267 239	286 515	349 817
Ostatní pasiva -	25	25	25	25	25
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>334 290</b>	<b>268 646</b>	<b>272 557</b>	<b>275 157</b>	<b>274 718</b>
<b>INVESTOVANÝ KAPITÁL PROVOZNĚ NUTNÝ</b>	<b>616 643</b>	<b>521 080</b>	<b>546 179</b>	<b>554 530</b>	<b>555 757</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Výpočet korigovaného výsledku hospodaření vychází z výkazu zisku a ztrát. Korigovaný provozní výsledek zahrnuje jak náklady, tak výnosy, které souvisí s provozní činností podniku, viz Tab. 5.2.

**Tab. 5.2 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření v tis. Kč**

Položka v tis. Kč	Predikce			
	2014	2015	2016	2017
Výkony +	1 301 544	1 425 279	1 482 085	1 577 833
Výkonová spotřeba -	1 054 926	1 175 579	1 227 776	1 288 206
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>246 618</b>	<b>249 700</b>	<b>254 309</b>	<b>289 627</b>
Osobní náklady -	112 191	114 741	118 319	121 008
Daně a poplatky -	536	536	536	536
Odpisy -	36 094	37 412	40 249	44 334
Ostatní provozní položky -	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady -	6 357	6 357	6 357	6 357
Ostatní provozní výnosy +	20 844	20 844	20 844	20 844
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi</b>	<b>112 284</b>	<b>111 498</b>	<b>109 692</b>	<b>138 236</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Celkovou výši volných peněžních toků získáme, když ke korigovanému provoznímu výsledku po zdanění přičteme odpisy a následně odečteme investice do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Protože investice snižují volný peněžní tok, tak se musí od předběžného peněžního toku z provozu odečíst.

Výše investic do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou součtem provozně nutného dlouhodobého majetku za daný rok a odpisů. Stejný postup je i u investic pracovního kapitálu, viz Tab. 5.3.

**Tab. 5.3 Výpočet volných peněžních toků v tis. Kč**

Položka v tis. Kč	Predikce			
	2014	2015	2016	2017
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi +	112 284	111 498	109 692	138 236
Upravená daň z příjmu -	21 334	21 185	20 841	26 265
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních</b>	<b>90 950</b>	<b>90 313</b>	<b>88 851</b>	<b>111 971</b>
Odpisy +	36 094	37 412	45 249	44 334
<b>Předběžný peněžní tok z provozu</b>	<b>127 044</b>	<b>127 725</b>	<b>134 100</b>	<b>156 305</b>
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu -	-65 644	3 911	2 600	-439
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku -	6 175	58 600	46 000	46 000
<b>Volný peněžní tok FCF</b>	<b>186 513</b>	<b>65 214</b>	<b>85 499</b>	<b>110 744</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Teprve až po zjištění volných peněžních toků lze určit hodnotu první fáze, kde je potřeba nejdříve vypočítat WACC - průměrné vážené náklady kapitálu.

Výše nákladů na cizí kapitál ( $n_{ck}$ ) byla zjištěná podílem nákladových úroků k součtu bankovních úvěrů ve výši 1,82 %. Sazba daně z příjmů ( $d$ ) byla v roce 2013 ve výši 19 % a pro další období do budoucna budeme předpokládat její neměnnou výši. Položka cizí kapitál (CK) představuje úročené cizí zdroje jako např. dlouhodobé a krátkodobé úvěry. Vlastní kapitál (VK) zahrnuje vlastní kapitál za jednotlivá léta.

Náklady na vlastní kapitál jsou vypočteny dle metody CAPM. Bezriziková úroková míra je brána z výhledu výnosnosti desetiletých státních dluhopisů. Vzhledem k tomu, že dluhopisy vyčerpaly výnosy na 10 let dopředu, tak České státní dluhopisy jsou aktuálně druhé nejdražší na světě.<sup>59</sup>

<sup>59</sup> FINEZ: *Dluhopisy – bilancování roku 2014 a výhled na rok 2015* [online]. Kurzy CZ Finez [20. 03. 2015]. Dostupné z: <http://www.finez.cz/odborne-clanky/dluhopisy/dluhopisy-bilancovani-roku-2014-a-vyhled-na-rok-2015/>

Riziková premie vychází z ratingu České republiky, kterou lze zjistit na stránkách Damodarana.<sup>60</sup>

Po zjištění bezrizikové úrokové míry a rizikové premie bylo vypočítané tržní riziko.

Dle výsledků hospodaření a výši tržeb lze stanovit obchodní riziko společnosti Granitol a. s.. Obchodní rizika se pohybují v rozmezí od nejvyššího +0,5 k nejnižšímu -0,5, tzn., že čím menší tržby a hospodářský výsledek podnik dosáhne v daném roce, tím větší bude výše obchodního rizika. Dle následující Tab. 5.4 lze obchodní riziko společnosti Granitol a.s. zařadit do 3. třídy.

**Tab. 5.4 Obchodní riziko**

Třída systematického obchodního rizika	Riziková úprava $\beta$ (OR)
1	- 0,5
2	- 0,25
3	0
4	+ 0,25
5	+ 0,5

*Zdroj: Mařík (1988)*

Po určení obchodního rizika je potřeba stanovit výši finančního rizika, které vzniká v důsledku zadlužení společnosti. Dané zadlužení se vypočítá jako podíl cizího a vlastního kapitálu. Finanční riziko je v tomto případě tím vyšší, čím vyšší je zadlužení společnosti. Dle Maříka lze finanční riziko určit na základě Tab. 5.5:

**Tab. 5.5 Finanční riziko**

Zadlužení společnosti	Riziková úprava $\beta$ (FR) oproti stavu při základním zadlužení
0 %	- 0,2
20 %	- 0,1
40 %	0
60 %	+ 0,1
80 %	+ 0,2
100 %	+ 0,3
120 %	+ 0,4
140 %	+ 0,5

*Zdroj: Mařík (1988)*

<sup>60</sup> DAMODARAN: *Data* [online]. Damodaran [20. 03. 2015]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Společnost Granitol a.s. má vyšší rizikové úpravy +0,1, protože zadluženost firmy se pohybuje přes 50 %.

Na základě zjištění obchodního a finančního rizika lze stanovit celkovou vyšší tržního rizika, které je ve výši 1,1.

Celkový výpočet nákladů na vlastní kapitál je pak znázorněn v Tab. 5.6.

**Tab. 5.6 Výpočet nákladů na vlastní kapitál v %**

Položka	Hodnota
Bezriziková úroková míra	0,23%
Riziková prémie	6,05%
Koeficient Beta	1,10
<b>Náklady na VK</b>	<b>6,89%</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Vzhledem k tomu, že již máme vypočteny náklady na vlastní kapitál, lze vypočítat průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) a odúročitelé pro stanovené roky, viz Tab. 5.7.

**Tab. 5.7 Výpočet WACC a odúročitele**

Výpočet WACC a odúročitele	
$WACC = 0,0182 \times (1 - 0,19) \times 0,26 + 0,0689 \times 0,74$	0,055
$odúročitel_{2014} = 1 / (1 + 0,055) =$	0,948
$odúročitel_{2015} = 0,948 \times 1 / (1 + 0,055) =$	0,899
$odúročitel_{2016} = 0,899 \times 1 / (1 + 0,055) =$	0,852
$odúročitel_{2017} = 0,852 \times 1 / (1 + 0,055) =$	0,808

*Zdroj: vlastní zpracování*

Celkovou vyšší hodnoty první fáze zjistíme součtem diskontovaných plánovaných volných peněžních toků, které dle predikce a výhledů společnosti jsou odlišné a mají nejdříve klesající tendenci a až v roce 2017 dochází k nárůstu. Vliv na dané výkyvy mají meziroční rozdíly ve vývoji dlouhodobého majetku provozně nutného. Diskontní míra je určena WACC ve výši 5,48 %, viz Tab. 5.8.

**Tab. 5.8 Stanovení hodnoty první fáze v tis. Kč**

Položka v tis. Kč	2014	2015	2016	2017
FCFF	186 513	65 214	85 499	110 744
Diskontní míra WACC	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%
Odúročitel pro diskontní míru	0,948	0,899	0,852	0,808
Diskontované FCF k 1.1.2014	176 820	58 612	72 850	89 456
<b>Hodnota první fáze</b>	<b>397 738</b>			

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším krokem při stanovení hodnoty podniku metodou DCF entity je určení hodnoty druhé fáze, která je součtem budoucích peněžních toků od roku 2018 až do nekonečna. Konkrétní podoba hodnoty druhé fáze je provedena pomocí Gordonova vzorce.

### 5.1.1 Stanovení hodnoty pomocí Gordonova vzorce

Při výpočtu druhé fáze pomocí Gordonova vzorce je potřeba nejdříve vypočítat FCF pro rok 2018, a pak odhadnout výši tempa růstu. Z důvodu opatrnosti je výše pro další období stanovena na 1 %. Teprve po stanovení daných hodnot můžeme dojít k samotnému výpočtu současné hodnoty 2. fáze, viz Tab. 5.9.

**Tab. 5.9 Výpočet dle Gordonove metody**

Gordonova metoda	
FCFF <sub>2017</sub>	110 744
g = tempo růstu FCFF	2,0%
1 + g	1,02
FCFF <sub>2018</sub> = FCFF <sub>2017</sub> x (1+g)	112 959
<b>Výpočet pokračující hodnoty</b>	
FCFF <sub>2018</sub>	112 959
g = tempo růstu FCFF	1,0%
WACC	5,50%
WACC - g	0,0448
PH = FCF <sub>t+1</sub> / WACC - g	2 521 409
<b>Současná hodnota = PH x odúročitel<sub>2017</sub></b>	<b>2 036 722</b>

Zdroj: vlastní zpracování



Výslednou hodnotu vlastního kapitálu pak vypočteme součtem současných hodnot z první a druhé fáze. K těmto hodnotám se pak připočítává neprovozní majetek k datu ocenění, který je tvořen dlouhodobými pohledávkami. Výše výsledné hodnoty vlastního kapitálu společnosti je k 1. 1. 2014 ve výši **2 434 630 tis. Kč**, viz Tab. 5.10.

**Tab. 5.10 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF entity v tis. Kč.**

Hodnota podniku	
Hodnota 1 fáze	397 738
Současná hodnota 2 fáze	2 036 722
Neprovozní majetek k datu ocenění (dlouhodobé pohledávky)	170
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle DCF entity v tis. Kč</b>	<b>2 434 630</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

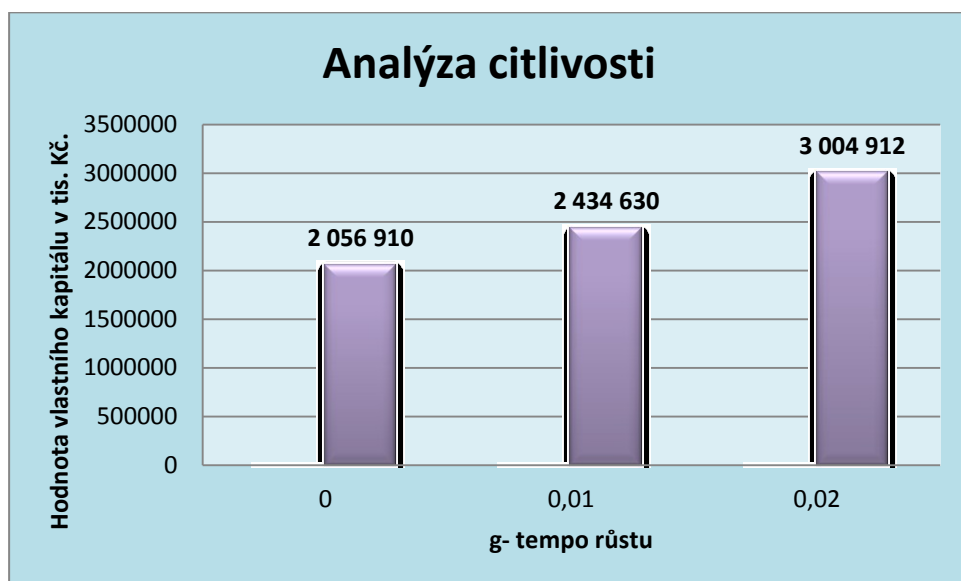
Na závěr metody DCF je znázorněná analýza citlivosti tempa růstu ( $g$ ) a jeho vliv na výši vlastního kapitálu. Při analýze se vycházelo z intervalu  $<0; 2>$ , viz Tab. 5.11 a Graf 5.1. Z provedené analýzy citlivosti vyplývá, že každá změna ukazatele tempa růstu se odrazí ve výši hodnoty vlastního kapitálu.

**Tab. 5.11 Výpočet analýzy citlivosti v tis. Kč.**

Analýza citlivosti						
$g$	WACC	WACC- $g$	$FCF_{t+1}$	PH	Současná hodnota	HVK
0	0,0550	0,0550	112 959	2 053 802	1 659 002	2 056 910
0,01	0,0550	0,0448	112 959	2 521 409	2 036 722	2 434 630
0,02	0,0550	0,0350	112 959	3 227 404	2 607 004	3 004 912

*Zdroj: vlastní zpracování*

**Graf 5.1 Analýza citlivosti**



*Zdroj: vlastní zpracování*

## **5.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů**

Nejjednodušším modelem pro určení hodnoty podniku je metoda kapitalizovaných čistých výnosů. U této metody vypočítáme výši vlastního kapitálu na základě odvození trvalého čistého zisku upraveného o úrokovou míru. Daný výpočet můžeme provést buď paušální metodou, nebo analytickou. U zhodnocení společnosti Granitol a.s. je využita metoda paušální.

Nejdříve vypočítáme UVH, neboli minulé upravené výsledky hospodaření. Vypočtené hodnoty se pak vynásobí váhou, která je v roce 2009 a 2010 ve výši 0, viz Tab. 5.12. Důvodem nulových vah jsou vysoké rozdíly mezi inflací a dluhopisy. Na základě těchto vývojů jsou pak roky 2009 a 2010 nepodstatné pro daný výpočet.

**Tab. 5.12 Výpočet upraveného výsledku hospodaření v tis. Kč.**

Položka v tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013
Výsledek hospodaření před zdaněním	42 637	37 109	44 832	35 548	22 299
(+) Odpisy	50 465	32 986	23 250	24 658	34 890
(-) Finanční výnosy	15 186	11 859	11 884	12 817	12 079
(+) Finanční náklady	17 560	16 107	15 014	15 813	28 260
(-) Tržby z prodeje dlouh. majetku a mat.	50 465	32 986	20 613	8 807	13 161
(+) Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku a mat.	50 669	33 978	20 551	8 828	14 992
<b>Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy</b>	<b>95 680</b>	<b>75 335</b>	<b>71 150</b>	<b>63 223</b>	<b>75 201</b>
Váhy	0	0	1	2	3
<b>UVH x váhy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>71 150</b>	<b>126 446</b>	<b>225 603</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Z UVH upraveného o váhy pak vypočítáme trvale čistý zisk, který následně upravíme o úrokovou míru. V tomto případě je úroková míra ve výši nákladů na vlastní kapitál 6,89 %, viz tab. 5.13.

**Tab. 5.13 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu dle KČV v tis. Kč.**

Trvale čistý zisk = ( UVH x váhy)/suma vah	70 533
Úroková míra (ik) = ( $N_{vk}$ )	6,89%
<b>Hodnota vlastního kapitálu podle KČV</b>	<b>1 023 703</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota vlastního kapitálu dle metody kapitalizovaných čistých výnosů činí **1 023 703 tis. Kč**. Celková výše je oproti hodnotě vypočtené metodou DCF nižší.

### 5.3 Účetní metoda

Pro určení spodní hranici hodnoty společnosti slouží účetní metoda vlastního kapitálu. Při jejím vymezení je potřeba definovat závazkové a majetkové hodnoty společnosti Granitol a.s.. U vymezení účetní hodnoty bylo přihlíženo i k záporným faktorům, které snižují věrohodnost projektu stanovení hodnoty podniku. Jedním faktorem je i automatické přebírání podnikových plánů od managementu společnosti. Tyto plány mohou být nadhodnoceny či podhodnoceny nebo dokonce příliš úzce zaměřeny pouze na úzký okruh potenciálních zákazníků.

Celková výše účetní hodnoty vlastního kapitálu činí k 31. 12. 2013 **661 733 tis. Kč**, viz Tab. 5.14.

**Tab. 5.14 Výpočet účetní hodnoty vlastního kapitálu v tis. Kč.**

<b>Majetek</b>	<b>účetní hodnota</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 394
Dlouhodobý hmotný majetek	279 959
Dlouhodobý finanční majetek	0
Zásoby	239 332
Dlouhodobé pohledávky	170
Krátkodobé pohledávky	213 384
Finanční majetek	12 131
Ostatní aktiva	476
<b>Majetek celkem</b>	<b>747 846</b>
<b>Závazky</b>	<b>účetní hodnota</b>
Dlouhodobé závazky	15 635
Krátkodobé závazky	70 478
<b>Závazky celkem</b>	<b>86 113</b>
<b>Hodnot vlastního kapitálu (Majetek - Závazky)</b>	<b>661 733</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

#### 5.4 Substanční metoda

Další metoda, která se často využívá při oceňování podniků, je metoda substanční. Tato metoda je založená na analýze jednotlivých dílčích složek majetku, které jsou oceňovány k datu ocenění a s podmínkou, že společnost bude i nadále vykonávat svou činnost. Substanční hodnota je v této části pouze ve zjednodušené verzi a je zaměřena hlavně na situaci v rámci zásob a pohledávek.

Celkový majetek a struktura společnosti Granitol a.s. k 31. 12. 2013 byla následující:

- a) Dlouhodobý majetek – dle účetní hodnoty byla jeho výše 282 353 tis. Kč,
- b) Zásoby - 239 332 tis. Kč,
- c) Dlouhodobé pohledávky – 170 tis. Kč,
- d) Krátkodobé pohledávky – 213 384 tis. Kč.

Společnost ve svých výkazech vykazuje výši zásob v účetní hodnotě 239 332 tis. Kč. Tyto zásoby jsou tvořeny hlavně z vlastní činnosti společnosti a jsou oceňovány ve vlastních nákladech. Firma Granitol a.s. rozumí vlastními náklady u přímé výroby náklady na ně vynaložené, a v oblasti strojírenské výroby k těmto nákladům přičítá ještě výrobní režii.

V oblasti krátkodobých pohledávek, které jsou tvořeny ve větší míře z obchodních vztahů, jsou tyto pohledávky dle účetní hodnoty ve výši 201 625 tis. Kč. Pro reálný odhad hodnoty pohledávek, jsou pohledávky rozčleněny dle doby splatnosti a vynásobeny koeficientem, viz Tab. 5.15.<sup>61</sup>

**Tab. 5.15 Stanovení hodnoty pohledávek**

<b>Pohledávky</b>	<b>Hodnota v Kč</b>	<b>Koeficient</b>	<b>Ocenění v Kč</b>
pohledávky do lhůty splatnosti	152 129 000	0,97	147 565 130
pohledávky po splatnosti 180 až 360 dnů	39 408 000	0,32	12 610 560
pohledávky po splatnosti na 360 dnů	10 088 000	0,00	0
<b>Celkem v Kč</b>	<b>201 625 000</b>		<b>160 175 690</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Při pohledu na stav pohledávek je vidět, že část pohledávek je obtížně vymahatelná. Vedení společnosti si je vědomo vysokých hodnot pohledávek, které plynou z obchodních vztahů a každým rokem se je snaží eliminovat.

Vzhledem k tomu, že při stanovení hodnoty podniku bylo provedení substanční metody neúplné, tak lze dle výše dlouhodobého majetku a stavu zásob říci, že je společnost schopná i nadále pokračovat ve své činnosti.

<sup>61</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

## 5.5 Zhodnocení metod

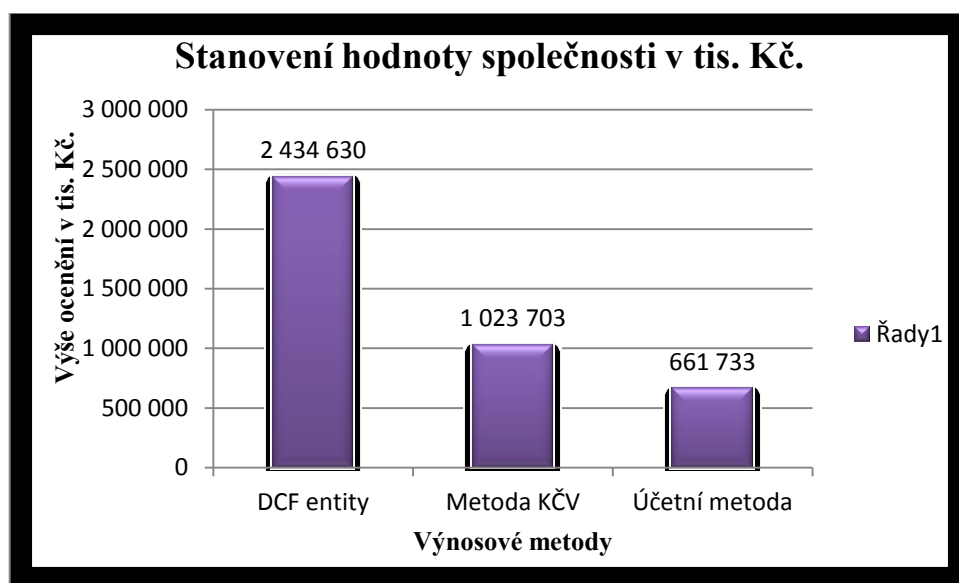
Po provedení výnosových metod oceňování lze určit, která metoda je horní a dolní hranici pro stanovení hodnoty společnosti, viz Graf. 5.2. Z grafu je patrné, že dle metody DCF entity a použití Gordonova vzorce je vypočtená hodnota nejvyšší. Celková výše je **2 434 630 tis. Kč**. Výsledek výpočtu vychází z předpokladu růstových možností podniku v budoucnu, a v našem případě bude znamenat horní limit výsledného ocenění. Lze tedy říci, že hodnoty ocenění jsou výrazně vyšší, než vypočtené hodnoty u ostatních použitých metod.

Metodou kapitalizačních čistých výnosů byla zjištěna hodnota **1 023 703 tis. Kč**. V tomto případě můžeme vycházet z toho, že metoda kapitalizačních čistých výnosů je střední hranicí pro ocenění společnosti Granitol a.s.. Tato metoda se od metody DCF entity liší tím, že její výsledná hodnota vlastního kapitálu je paušální metodou. Vychází pouze z minulých výsledků a nebere na vědomí budoucí možnosti pro růst.

Při stanovení hodnoty podniku byla použita také účetní hodnota, která vychází ze závazkových a majetkových hodnot společnosti Granitol a.s.. Výše vlastního kapitálu byla vyčíslena na částku **661 733 tis. Kč**. Účetní metodou se stanoví spodní hranice pro ocenění společnosti.

Celkový vývoj společnosti lze i tak do budoucna předpokládat v pozitivním duchu. Je tady předpoklad dalšího rozvíjení, zvyšování hospodářského výsledku a finančních ukazatelů.

**Graf 5.2 Stanovení hodnoty společnosti použitím metod v tis. Kč**



*Zdroj: vlastní zpracování*

## 6 Závěr

Cílem diplomové práce bylo za pomoci výnosových metod oceňování určit tržní hodnotu oceňované společnosti Granitol a.s.. Ke stanovení hodnoty společnosti je zapotřebí více hypotéz, které mohou buď potvrdit, nebo vyvrátit, že při použití více metod a postupů lze dojít k rozdílným hodnotám ocenění. Vše záleží na aktuální situaci a za jakým účelem je oceňování prováděno. Pro výpočet se vycházelo především z výkazů společnosti za období 2001 až 2013, ale také dle konzultace s vedením firmy.

Teoretická část byla složená z popisů a pojmů, které se týkají stanovení hodnoty a veškerého oceňování podniku. Byly popsány a vymezeny základní pojmy, postupy, důvody, metody a druhy metod, které jsou neoddělitelnou součástí každého oceňování podniku. Dále byla popsána problematika týkající se finanční a strategické analýzy, které je potřeba vymezit ještě než se přejde k samotnému zhodnocení pomocí výnosových metod.

Vzhledem k tomu, že cílem bylo stanovení hodnoty podniku hlavně prostřednictvím výnosové metody, tak teoretická část obsahuje i konkrétní popis těchto metod včetně výpočtů. Při volbě postupu neboli metody je potřeba tuto problematiku vnímat reálně i za účasti zdravého posudku.

Začátek praktické částí byl složen ze základní charakteristiky společnosti Granitol a.s., její historie a stručné organizační struktury vedení společnosti. Pro popis firmy byla provedena analýza podniku prostřednictvím PEST analýzy. Za pomoci této metody se zjistilo postavení podniku v rámci makroprostředí a mikroprostředí. I když na firmu měla velký vliv negativní situace v Evropě a také změny v cenách ropy, tak si firma dokázala udržet své postavení na trhu. Stejně tak se dá popsat i vnitřní prostředí společnosti Granitol a.s., které považujeme za pozitivní a konkurence schopné.

Další analýzou, která byla provedena za účelem zhodnocení finančního zdraví společnosti, byla finanční analýza. Data byly čerpány z výkazů dané společnosti. Byla provedena analýza aktiv a pasiv, a poměrových ukazatelů, které za sledované období vykazovali kladné i záporné hospodářské výsledky. Vše bylo ovlivněno právě negativní situací v Evropě.

Poslední analýzou podniku bylo provedení SWOT analýzy, která byla složena z popisu slabých a silných stránek, příležitostí a ohrožení pro analyzovanou společnost. Z provedených

analýz se dá říci, že si podnik nadále udržuje svou pozici, má perspektivu a je vhodný pro využití výnosových metod oceňování. Tyto metody se provádí v případě, kdy se očekává dlouhé působení společnosti na trhu.

Při stanovení hodnoty společnosti byla nejdříve využita metoda DCF entity, poté následovala metoda kapitalizačních čistých výnosů, účetní metoda a na závěr částečně popsána substanční metoda.

Dle metody DCF entity byla zjištěna horní hranice hodnoty ocenění ve výši **2 434 630 tis. Kč**. Při výpočtu metody kapitalizačních čistých výnosů byla výsledná hodnota ve výši **1 023 703 tis. Kč**. Účetní metodou byla zjištěná spodní hranice ve výši **661 733 tis. Kč**.

Tržní hodnota společnosti Granitol a.s. byla k 1. 1. 2014 stanovena více způsoby, které mají mezi sebou odchylky. Cíl diplomové práce byl splněn a stanovení hodnoty společnosti bylo vypočteno několika způsoby.



## Seznam použité literatury

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2. ISBN 0-922154-75-9.
- [2] INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. *International Valuation Standards*. London: International Valuation Standards Council, 2011. 128 s. ISBN 978-0-9569313-0-6.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [4] KOLLER, T., M. GOEDHART and D. WESSELS. *Measuring and managing the value of companies*. New Jersey: John Wiley/Sons, Inc., 2005. ISBN 978-0-471-70218-4.
- [5] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 264 s. ISBN 978-80-247-2865-0.
- [6] MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [7] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [8] MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- [9] PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNAPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 2011. 333s. ISBN 978-80-7201-872-7.
- [10] SABOLOVIČ, Mojmir. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola s.r.o., 2008. 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.

[11] VYKYPĚL, Oldřich a Miloslav KERKOVSKÝ. Strategické řízení: teorie pro praxi. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2002.172 s. ISBN 80-7179-578-X

### **Internetové zdroje:**

[1] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Ediční plán 2014* [online]. Český statistický úřad [25. 01. 2015]. Dostupné z:  
[http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/F90033865F/\\$File/32019314q1a.pdf](http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/F90033865F/$File/32019314q1a.pdf)

[2] DAMODARAN: *Data* [online]. Damodaran [20. 03. 2015]. Dostupné z:  
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

[3] FINEZ: *Dluhopisy – bilancování roku 2014 a výhled na rok 2015* [online]. Kurzy CZ Finez [20. 03. 2015]. Dostupné z:  
<http://www.finez.cz/odborne-clanky/dluhopisy/dluhopisy-bilancovani-roku-2014-a-vyhled-na-rok-2015/>

[4] GRANITOL: *Profil společnosti* [online]. Granitol [25. 01. 2015]. Dostupné z:  
<http://www.granitol.cz/granitol/profil-spolecnosti/>

[5] KURZY CZ: *Inflace* [online]. Kurzy CZ [25. 01. 2015]. Dostupné z:  
<http://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/>

[6] KURZY CZ: *Nezaměstnanost* [online]. Kurzy CZ [25. 01. 2015]. Dostupné z:  
<http://www.kurzy.cz/makroekonomika/nezamestnanost/>

[7] OBCHODNÍ REJSTŘÍK: *Granitol akciová společnost* [online]. Obchodní rejstřík [25. 01. 2015]. Dostupné z:  
<http://obchodnirejstrik.cz/granitol-akciova-spolecnost-12114/>

**Ostatní zdroje:**

Interní materiály společnosti

Výroční zprávy společnosti Granitol a.s.

## Seznam zkratek

CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CK	Cizí kapitál
ČR	Česká republika
DCF	Diskontovaný peněžní tok
DPH	Daň z přidané hodnoty
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí produkt
MVA	Hodnota přidaná trhem
N <sub>CK</sub>	Náklady na cizí kapitál
NOE	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Provozní zisk po zdanění
PEST	Analýza politických, ekonomických, sociálních a technologických vlivů
PH	Pokračující hodnota
SK	Slovenská republika
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a ohrožení
THZ	Technický hospodářsky zaměstnanec
UVH	Upravený výsledek hospodaření
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 15.04.2015

HANA BENKOVÁ

jméno a příjmení studenta

